

NATIANE ROBERTO

INVESTIMENTOS – FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Monografia apresentada ao Programa do Curso de Pós-Graduação do Departamento de Ciências Contábeis, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Controladoria.

Professor orientador: Ademir Clemente

**Curitiba
2.008**

Aos meus pais, que nunca mediram esforços
para minha formação e educação.

**"A sabedoria consiste em compreender que o
tempo dedicado ao trabalho nunca é perdido."
Ralph Emerson**

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1: Estrutura do Fundo de Investimento Imobiliário.....	24
Tabela 3.2: Quantidade de REITs registrados.....	27
Tabela 3.3: Tipo de imóvel e participação no total aplicado.....	27
Tabela 3.4: FIs com registro na CVM 11.05.2008.....	43

LISTA DE FIGURAS

Figura 1.1: Fotos do FI C&D Estação Plaza Show.....	44
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABECIP	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
Bovespa	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FII	Fundos de Investimentos Imobiliários
FIP	Fundos de Investimentos em Participações
FITVI	Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários
FMIEE	Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes
IPO	<i>Initial Public Offering</i> – Oferta Pública Inicial
LBO	<i>Leveraged buy-out</i>
LP	<i>Limited Partnership</i>
MBO	<i>Management buy-out</i>
NAIC	<i>National Association of Insurance Commissioners</i>
PE	<i>Private Equity</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PIPE	<i>Private Investments in public equity</i>
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>
RTC	<i>Resolution Trust Corporation</i>
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SPE	Sociedade de Propósitos Específicos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	METODOLOGIA.....	11
3	INVESTIMENTO.....	12
3.1	INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO	12
3.1.1	Decisão de Investimentos em <i>Real Estate</i>	12
3.1.2	Mecanismos Auxiliares aos Investimentos.....	14
3.1.3	Investimentos de Longo Prazo no Mercado de Capitais	16
3.1.3.1	<i>Private Equity</i>	16
3.1.3.2	Fundo de Investimento Imobiliário	21
3.2	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO.....	22
3.2.1	Definição	22
3.2.2	Estrutura do FII	25
3.2.3	Histórico dos Fundos de Investimento Imobiliário - Experiência Americana	25
3.2.3.1	Características dos REITs	26
3.2.3.2	Mercado atual	27
3.2.3.3	Vantagens.....	28
3.2.4	Investidor.....	29
3.2.5	Fatores de Risco	30
3.2.6	Perspectivas.....	31
3.2.7	Regulamento e Prospecto do Fundo.....	32
3.2.8	Administrador do Fundo.....	34
3.2.9	Auditoria Externa.....	35
3.2.10	Direitos dos Quotistas	36
3.2.11	Taxas	37
3.2.12	Patrimônio do Fundo.....	37
3.2.13	Rendimento.....	38
3.2.14	Resgate e negociação das quotas	39
3.2.15	Tributação	39
3.2.16	Liquidação do Fundo.....	40
3.2.17	Funções da CVM	41
3.2.18	Legislação Básica dos fundos imobiliários	41
3.2.19	Comparação com outros investimentos imobiliários	41
3.2.20	Fundos de Investimentos Imobiliários existentes	42
3.2.21	FII C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW.....	44
3.2.21.1	Dados do Fundo.....	44
3.2.21.2	C&D DTVM LTDA	47
3.3	GRAU DE INVESTIMENTO E O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	48
4	CONCLUSÃO.....	52
5	BIBLIOGRAFIA.....	54
6	ANEXOS	57

1 INTRODUÇÃO

A escassez de bons terrenos para empreendimentos residenciais a preços acessíveis, as restrições ambientais e legislativas, a falta de segurança pública adequada e outros quesitos que afligem a sociedade numa grande metrópole são fatores importantes no mercado imobiliário atual. Ainda, a falta de obras públicas, a falta de agilidade dos governos na aprovação de projetos de infra-estrutura, o ajuste à lei de responsabilidade fiscal e a redução de gastos públicos para atender as metas do superávit primário trouxeram a diminuição das obras públicas no Brasil. Desta forma, em 2004 e 2005, grandes construtoras e empreiteiras, dedicadas quase que exclusivamente a estas obras, entraram no mercado imobiliário, empreendendo grandes lançamentos residenciais e destinando grandes quantias de investimento para os próximos anos neste segmento.

A economia nacional acena com a perspectiva de queda da taxa básica de juros e a expectativa de crescimento do mercado nos próximos anos com uma inflação baixa e controlada. A influência destas tendências tem promovido alterações no cenário da construção civil, com expansão de créditos concedidos, aumento da oferta de financiamento com maior prazo de pagamento e juros menores, a abundância de recursos para crédito imobiliário pela Caixa Econômica Federal, provenientes, por exemplo, do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

O volume de crédito destinado ao mercado imobiliário tem aumentado constantemente. Os financiamentos imobiliários com recursos da poupança cresceram 131,3% em janeiro, o maior percentual registrado nos últimos anos, segundo a ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança). O volume de operações contratadas pelos agentes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) somou R\$ 1,63 bilhão. No mês passado, foram financiadas 17.111 unidades, expansão de 96,7% em relação ao mesmo mês de 2007.

No acumulado de 12 meses até janeiro último, o volume de empréstimos habitacionais bateu R\$ 19,2 bilhões, com 204.312 unidades financiadas no período. Ao longo de 2007, o crédito imobiliário com recursos da poupança somou R\$ 18,3 bilhões, com 195,9 mil unidades financiadas. A caderneta de poupança registrou captação líquida de R\$ 23 milhões em janeiro. Segundo a ABECIP, o resultado

representa uma reversão do comportamento histórico observado em meses de janeiro.

O primeiro mês do ano costuma ser marcado por resgates, por conta da concentração de gastos com educação, IPVA, IPTU, férias, entre outros. Em janeiro de 2007, por exemplo, os saques superaram em R\$ 604 milhões as aplicações. Em todo o ano passado, a captação ficou positiva em R\$ 26,5 bilhões.

O crédito imobiliário baseado na captação das cadernetas bateu sucessivos recordes nos últimos anos. Em novembro de 2007, o volume de contratações atingiu R\$ 2,395 bilhões (197% superior a novembro de 2006), elevando para R\$ 16,6 bilhões o montante contratado entre janeiro e novembro e a R\$ 17,5 bilhões, o dos últimos 12 meses. O ano de 2007 fechou com o montante de R\$ 18,3 bilhões com 196 mil unidades financiadas (ABECIP).

Outro fato importante se dá à entrada de grupos estrangeiros no Brasil, por meio de fundos de investimento lastreados em grandes volumes de capital ou pelas chamadas de *Private Equity* (ativos privados). *Private Equity* (PE) é uma atividade de intermediação financeira surgida nos EUA em 1946 em que as organizações são responsáveis pela gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais agentes para investimentos de longo prazo em empresas de elevado potencial de crescimento, cuja administração é acompanhada ativamente. Após alguns anos, essas participações são liquidadas (saída) e os recursos até então investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam para os investidores. Um dos tipos de operação trata-se dos *Initial Public Offering* (IPO), ou Oferta Pública Inicial, em que as empresas passam a negociar suas ações em Bolsa de Valores. Recentemente, grandes construtoras e incorporadoras têm se utilizado de IPO para se capitalizar, adicionando mais liquidez ao já competitivo mercado imobiliário.

Os PE utilizam alguns tipos de veículos de investimento para se estruturarem legalmente, entre eles o *limited partnership* (LP), as empresas de participação (*holdings*) e os fundos de investimento. Os fundos são estruturas mais frequentes e foram constituídos sob instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro, buscando implementar uma estrutura mais adequada para os investimentos de PE no Brasil. A CVM publicou em 16 de julho de 2003 a instrução nº. 391, posteriormente complementada pela instrução nº. 406, dispondo sobre a constituição, funcionamento e administração dos

Fundos de Investimento em Participações (FIP). Outros fundos como os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Imobiliários (FITVI) também são utilizados para *private equity*.

Como o investimento em bens imóveis normalmente envolve alto valor de aplicação, poucos são os investidores que possuem recursos suficientes para aplicar diretamente em empreendimentos dessa natureza. Esse foi um dos principais fatores que estimulou o surgimento no mercado do conceito de fundo de investimento imobiliário, regulamentado pela legislação brasileira a partir da década de 90, por meio da lei 8668/93 e da Instrução 205/94 da Comissão de Valores Mobiliários.

Essa nova forma de investimento veio viabilizar o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários. Os fundos passaram a juntar os recursos captados e investir em um ou mais empreendimentos imobiliários, que compõem sua carteira.

Trata-se, assim, de investimento imobiliário envolvendo recursos captados via mercado de valores mobiliários, portanto, os atos praticados por proprietários e empreendedores passaram a ser mais controlados, e submetidos à análise de especialistas e investidores, bem como de órgãos reguladores do mercado financeiro.

Por isso, as informações desse mercado tornam-se cada vez mais acessíveis e transparentes. Como consequência, a tendência é o aumento do índice de credibilidade e confiança nas operações realizadas no mercado imobiliário.

São destacados instrumentos importantes para o mercado imobiliário brasileiro a Lei de Sistema Financeiro Imobiliário, dentre eles o Patrimônio de Afetação, a Alienação Fiduciária e os Certificados de Recebíveis Imobiliários, além da Sociedade de Propósito Específico. Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro assistiu a um importante aumento na sua atividade, com preços atingindo novos recordes e grandes empresas de *private equity* dando saída a muitos investimentos vias ofertas publicas.

No Brasil, o custo de capital é atualmente alto, sendo, muitas vezes, prejudicial ao desenvolvimento de atividades empresariais. A taxa de juros real brasileira é uma das maiores do mundo e diminuí a atratividade dos investimentos produtivos, principalmente daqueles com horizonte de longo prazo. Como as taxas

de juros diminuíram, tivemos recentemente a classificação do Brasil como grau de investimento (*investment grade*), selo de investimento não especulativo, o qual já está atraindo novos investimentos para o país.

Sob a luz da legislação e dos novos acontecimentos no mercado de investimento brasileiro, pretende-se elaborar uma análise crítica para obter conhecimentos sobre investimentos no mercado imobiliário brasileiro.

2 METODOLOGIA

Em consulta ao livro *Pesquisa social: métodos e técnicas* de Roberto J. Richardson (1999), verificasse que há vários tipos de pesquisa das quais serão utilizadas dois tipos, a saber: a pesquisa bibliográfica, constituída principalmente de artigos científicos e livros e a pesquisa documental. Esta última permite que se tenha acesso a documentos tipo: reportagens de jornal, matérias de revistas, relatórios de pesquisa, documentos oficiais, entre outros.

3 INVESTIMENTO

Segundo ADEMIR CLEMENTE (1998), o investimento é um desembolso realizado por determinada empresa, visando à geração de um fluxo positivo de benefícios futuros, durante um certo período de tempo chamado de horizonte de planejamento. É importante salientar que o investimento monetário reproduz-se, se houver mercado para tal, de maneira exponencial, gerando excedentes monetários de porte, que por sua vez irão abastecer continuamente o fluxo de capitais empresariais. Na realidade, ao investir o empresário arrisca o ganho ou a perda e cobra por isso. Em sendo bem-sucedido terá seu capital substancialmente aumentado, maximizando riquezas dos shareholders e stakeholders.

Cabe destacar então que o investimento visa à geração da poupança como bem observou Keynes. Em outras palavras, o investimento sempre determina a poupança e não o reverso. Caso o empresário capitalista invista obtendo retorno superior ao do mercado, incrementará não só a sua própria riqueza, mas também a riqueza da comunidade que o cerca. Isto gerará produtos, empregos, competição nacional e internacional, produtos de qualidade e assim por diante.

3.1 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

3.1.1 Decisão de Investimentos em *Real Estate*

A Moderna Teoria de Finanças teve seu início nos anos 50, quando MARKOWITZ (1952) apresentou a Teoria do Portifólio. Segundo CASTRO JR e FAMÁ (2002), Markowitz partiu da simples idéia de que todo investidor lida com duas incertezas no processo de decisão do investimento: o retorno esperado (antecipado ou descontado) e o risco, que seria a variância deste retorno. A partir dos históricos de retornos de diferentes ativos, Markowitz desenvolveu um método que quantifica o risco de cada ativo da carteira a partir da variância do retorno entre eles, de acordo com o peso de cada um afirmando que deve haver uma composição de ativos em uma carteira que maximiza o retorno esperado e minimiza a variância (risco). A chamada fronteira eficiente representa graficamente a relação risco-retorno.

ARAGON (1989), afirmou que a diversificação simples de uma carteira não reduz o seu risco diversificável. Além da parte diversificável do risco, o administrador financeiro tem que lidar também com o risco conjuntural ou risco de mercado. Enquanto Markowitz define risco como a variância em relação a uma média de um

conjunto de retornos, SHARPE (1964) concebe o risco de um ativo como o risco que esse ativo acrescenta a essa carteira de mercado.

Segundo ALCEU SOUZA e ADEMIR CLEMENTE (2006), quando se menciona risco de forma genérica, está-se, na verdade, utilizando linguagem pouco precisa, porque não está fazendo distinção entre duas situações significativamente diferentes:

- a. situação de risco – em que os eventos possíveis e suas probabilidades de ocorrência são conhecidos;
- b. situação de incerteza – em que não se sabe quais são os eventos possíveis, ou não se conhecem suas probabilidades de virem ocorrer.

Os projetos de investimento, geralmente, conseguem apenas melhorar a tomada de decisão, diminuindo o nível de incerteza. De qualquer forma, a avaliação da situação de risco, em si, constitui importante informação para tomada de decisão.

O portfólio eficiente, então, é aquele que proporciona o maior retorno para certo risco percebido. Diversos estudos demonstram também a necessidade de diversificação em *real estate*, bem como varias teorias foram conduzidas com o propósito de incluir o *real estate* na fronteira eficiente do risco-retorno, até porque a alocação de investimentos em *real estate* tende a promover maior estabilidade nas carteiras. Apesar de demonstrada a oportunidade do uso da Teoria de Portfólio em carteiras diversificadas (*mix*) e no próprio *real estate*, a aplicação desta técnica não é fácil. Retornos históricos não estão disponíveis num mercado onde os dados não existem, não estão organizados ou simplesmente são mantidos em sigilo.

A decisão de investimentos em *real estate* tem se aproximado da teoria das finanças, buscando adaptar seus pressupostos originais aos desequilíbrios estruturais de mercado, tão comuns em países em desenvolvimento. Segundo ASSAF NETO (1997), taxas de juros subsidiadas, taxas de curto prazo mais elevadas que as de longo prazo, elevado grau de concentração industrial, freqüentes intervenções do estado, entre outros, constituem a realidade destas economias, direcionando o conjunto das decisões financeiras para um contexto de variáveis diferenciadas e de forte influencia sobre os resultados.

ASSAF NETO (1997) complementa que “as decisões financeiras ligadas aos investimentos do mercado não são bem definidas a partir dos pressupostos de uma

ciência exata, em que se permite a comprovação absoluta dos resultados. Os fatores relacionados na tomada das decisões procuram retratar a realidade do ambiente econômico, calcadas em certas premissas e hipóteses comportamentais. Todo modelo decisório desenvolve expectativas para a fixação dos resultados esperados, do período de previsão e da definição da taxa de atratividade econômica do empreendimento”.

Os instrumentos de investimento ligados ao *real estate* têm um papel importante na redução dos riscos inerentes ao mercado imobiliário. Os parâmetros decisórios básicos são definidos pelas expectativas dos investidores em relação ao desempenho esperado e de seu grau de aversão ao risco, determinando o valor de mercado de um empreendimento imobiliário perante as demais oportunidades de investimento.

3.1.2 Mecanismos Auxiliares aos Investimentos

Segundo ROCHA LIMA JR (2004), as estruturas de *funding* para empreendimentos imobiliários residenciais em economias evoluídas se apóiam em altas doses de financiamento para a produção e encerram seu ciclo de produção com encaixe integral do preço, apoiado por um sistema de financiamento para a aquisição da habitação. No Brasil, o baixo volume de oferta de financiamentos tanto para a produção quanto para a aquisição causa um descasamento entre a capacidade de produzir dos empreendedores e a demanda do mercado.

Para suprir suas deficiências de *funding*, o mercado imobiliário se utiliza muitas vezes de recursos de capital de giro e das receitas de vendas, antecipadamente ao início da produção, e de recursos de investidores parceiros, caracterizados pelo alto custo de oportunidade, que somados à reconhecida forma amadora de suas análises, aumenta significativamente a idéia do risco do investimento. Não somente é latente a necessidade de suporte de financiamento para a produção, como também se conclui que a margem competitiva praticada não suporta os riscos do mercado, validando-se somente mediante financiamentos para a aquisição dos imóveis.

Há evidências de que o mercado financeiro está contribuindo para o aumento de oferta de financiamento para a comercialização. Assim sendo, uma vez que a parte da equação de *funding* esteja resolvida, cabe aos empreendedores procurar

por alternativas de suporte à produção. Os instrumentos de investimento que venham suprir este desequilíbrio encontram espaço no mercado de capitais.

Estes instrumentos de investimento se consolidaram através de uma série de medidas nos últimos anos, criando bases para que produtos financeiros beneficiem o mercado imobiliário. A Lei nº.8.668 criada em junho de 1.993, que dispõe sobre os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII), possibilitou o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários, ou de base imobiliária. Outros instrumentos importantes foram introduzidos através da Lei nº. 9.514 que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário em novembro de 1.997, o regime de alienação fiduciária, os certificados de recebíveis imobiliários e a securitização de créditos imobiliários. Posteriormente, a Lei nº. 10.931, de 02 de agosto de 2.004, dispôs sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias.

O patrimônio de afetação separa os ativos da construtora/incorporadora do patrimônio de cada empreendimento, que passou a ter a sua própria contabilidade, o que confere maior segurança aos adquirentes quanto à destinação dos recursos aplicados na obra. Esta medida, segundo BUSTANI (2005), evita antigas situações, quando empresas em situação de dificuldade econômica desviavam recursos de um novo empreendimento para um anterior, e assim sucessivamente, formando um ciclo vicioso. BUSTANI (2005) coloca que “com a nova regra, todas as dívidas, de natureza tributária, trabalhista e junto a instituições financeiras, ficam restritas ao empreendimento em construção, não tendo qualquer relação com outros compromissos e dívidas assumidas pela empresa. Desta forma, na hipótese de ocorrer falência da empresa construtora/incorporadora, os compradores poderão dar continuidade à obra, contratando outra empresa no lugar da falida, configurando o objetivo de garantir a entrega do imóvel comprado na planta. Estas mudanças trouxeram maior segurança aos contratos de financiamento nas vendas de unidades a serem implantadas ou em construção, resultando na diminuição dos juros, diretamente ligados ao risco da transação”.

A alienação fiduciária consiste na transferência da propriedade e da posse do bem financiado, feita pelo devedor ao credor, como garantia do débito, até que o pagamento da dívida seja integralmente efetuado. Este mecanismo, que trouxe mais segurança ao financiador, permite retomar o bem em caso de inadimplência em menor espaço de tempo.

Outro importante passo foi a criação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que estabeleceu os parâmetros para a securitização de recebíveis de créditos imobiliários, ou seja, a antecipação da dívida assumida pelo comprador do imóvel. De acordo com a Lei nº. 9.514, os Certificados de Recebíveis Imobiliários são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários, fluxo de pagamentos de prestações de aquisição de bens imóveis, ou de aluguéis, emitidos por empresas securitizadoras. Podem ser emitidos nas formas simples ou com regime fiduciário, sendo que esta implica em constituição de patrimônio separado, administrado pela companhia securitizadora. Esta medida possibilita antecipação de fluxos de recebíveis dos empreendimentos imobiliários, proporcionando maior liquidez e flexibilidade aos empreendedores. Há, portanto, segundo ROCHA LIMA JR (2004) uma maior eficiência no processo de recebimento do preço, embora não haja alteração dos riscos, pois o empreendedor continua com a administração do risco da inadimplência.

A utilização da Sociedade de Propósito Específico (SPE) também tem se mostrado uma ferramenta importante na configuração de empreendimentos imobiliários. Segundo a Bovespa, trata-se de uma sociedade auxiliar, mero instrumento de sua controladora, constituída para prestar um serviço específico, cumprir a etapa de um projeto, ou desenvolver um projeto, ou desenvolver um projeto para controladora. Cumprindo seu propósito, seu destino é a liquidação. Também pode ser uma empresa formada com o objetivo único de transformar os recebíveis em títulos securitizados. A SPE segrega quaisquer outras contas do ativo e passivo em favor deste propósito exclusivo. Seus objetivos são, entre outros: (a) dar liquidez aos recebíveis imobiliários; (b) viabilizar novas incorporações; (c) diluir riscos; (d) padronizar os créditos e recebíveis imobiliários; (e) estruturar lançamentos de títulos; e (f) apurar a classificação de risco dos lastros (*rating*).

3.1.3 Investimentos de Longo Prazo no Mercado de Capitais

3.1.3.1 Private Equity

Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro assistiu a um importante aumento na sua atividade, com preços atingindo novos recordes e grandes empresas de *private equity* dando saída a muitos investimentos via ofertas públicas.

A expansão do mercado se deu, em parte, por um interesse maior de investidores estrangeiros que visualizaram em economias emergentes a possibilidade de adquirirem ativos a preços atraentes e com grande potencial de crescimentos e valorização, sem que houvesse a necessidade de incorrer com riscos elevados. Nesse sentido, houve um aumento da entrada de investimentos na Bolsa de Valores, que conjuntamente com outros fatores, potencializou a valorização das ações de empresas brasileiras de capital aberto.

Este cenário permitiu que médias e grandes empresas com gestão profissional e atuantes em setores da economia com elevada capacidade de expansão e reorganização por meio de fusões e aquisições fossem impelidas a abrir o seu capital por meio de oferta de ações (primárias e/ou secundárias), denominadas de IPOs. É neste contexto que os fundos de *private equity* encontraram uma oportunidade de realizar a liquidação, mesmo que parcial, de seus investimentos em empresas dos mais diferentes setores.

O primeiro fundo brasileiro de *private equity* foi criado em 1975. Vinte anos mais tarde, somente 10 fundos operavam no país. Após a estabilização econômica precedida da implementação do plano Real em 1994, novos agentes entraram no mercado.

Conforme Gazeta Mercantil de 02 de Maio de 2008, este ano o Brasil já está no topo da lista de opções de investimentos de fundos de *private equity*. A participação desses fundos representou 15% dos negócios de fusões e aquisições completados no Brasil em 2007. Em 2006, havia sido de cerca de 10%. Os números foram captados pela empresa de consultoria PWC (PriceWaterhouseCoopers), conforme seu sócio de fusões e aquisições, Alexandre Pierantoni.

Estima-se que nos últimos dois anos os *private equity* captaram cerca de US\$ 5 bilhões a US\$ 10 bilhões para investir no Brasil.

O mercado de capital apresenta uma grande diversidade de investimentos. Os seus diversos mecanismos tendem a se estruturar de acordo com as diferentes necessidades das empresas, à medida que estas percorrem os estágios de desenvolvimento da cadeia de inovação. Essa estrutura reflete, por um lado, o ciclo de vida da empresa – da fundação à maturidade – e, por outro, as necessidades de capital, de acordo com o seu estágio de desenvolvimento.

As novas empresas normalmente apresentam baixos volumes de investimento para as suas operações, mas na maioria dos casos apresentam riscos maiores em função do grau de incertezas e pelo fato do mercado ainda ter testado seus produtos ou serviços. Por estes motivos, estes investimentos possuem uma liquidez menor, já que necessitam um longo período de aplicação até que a empresa desenvolva seu potencial a ponto de retornar o lucro do capital, que, caso realizado, tende a ocorrer em excelentes patamares. Este tipo de investimento é denominado *Venture Capital* ou capital de risco, e consiste no investimento temporário em empresas com grande potencial de crescimento, por meio de participação direta no seu capital social, sendo muito comuns nas empresas de tecnologia e internet.

Quando mais desenvolvidas, as empresas requerem um nível de investimento mais elevado, possuindo um histórico de operações e experiência no mercado, suficientes para garantir operações de menor risco para os investidores, com retornos menores, porém em prazos mais curtos, caracterizando mais liquidez aos investimentos. O *private equity* caracteriza um veículo de investimento para empresas que já se encontram em um estágio mais avançado, estabelecidas ou em estágio de desenvolvimento.

Segundo TITERICTZ (2003), os termos *venture capital* e *private equity* são comumente utilizados como conceitos genéricos, referindo-se a investimentos em participações acionárias em empresas fechadas, independentemente do estágio de desenvolvimento em que se encontre a empresa. No entanto, é consenso na utilização da terminologia para investimentos em empresas: *venture capital* para empresas em fase embrionária e *private equity* para empresas estabelecidas ou em expansão.

São caracterizados como instrumentos de investimentos: *seed capital*, *venture capital*, *private*, mezanino, *private investments in public equity* (PIPE) e o mercado de ações, renda fixa e derivativos.

Os investimentos de *Seed Capital* destinam-se às empresas em processo de organização, geralmente em pesquisa ou desenvolvimento de plano de negócio. Após minimamente estruturadas e com os objetivos estabelecidos, o investimento assume o formato de *Venture Capital*.

Como exemplo de fundos regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE),

instrução CVM nº. 209, correspondem aos veículos *Seed capital*, *venture capital* e parte da etapa de formação dos *private equities*. Os Fundos de Investimentos em Participação (FIP), através da instrução CVM nº. 391, abrange os veículos de investimentos em *private equity*, mezanino e PIPE.

O mezanino, segundo GONÇALVES (2006), consiste de valores mobiliários estruturados especificamente para uma situação transitória de uso intensivo de capital, com características combinando elementos de financiamento e elementos de capital (ações, participações, conversíveis e direitos relacionados). Respeitadas suas particularidades, os investimentos em *real estate* estão normalmente representados neste tipo de veículo.

Os PIPE são operações constituídas para administrar a questão crônica da ausência de liquidez de ações de uma empresa em estágio maduro, que requerem desenvolvimento de modelos profissionais de governança. Entende-se por governança corporativa, segundo a Bovespa, “a prática e relacionamento entre acionista e direção de empresa em gestão estratégica e monitoração efetiva da administração com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

São veículos não regulados que atuam em todos os estágios de desenvolvimento de empresas, as *holdings* e as *limited partnership* (LP). As *holdings*, segundo a Bovespa, são empresas que possuem, como atividade principal, participação acionária majoritária em uma ou mais empresas. As LP configuram a participação do investidor na empresa somente como capitalista, visando participação no lucro, mas sem responsabilidade sobre a gestão da mesma.

Os investidores de empresas por meio dos veículos expostos, independente do estágio em que se iniciou o negócio, têm por objetivo principal a realização dos lucros através da revenda de suas participações, ou mecanismos chamados de saída de capital. A habilidade de realizar saídas lucrativas é parte central do planejamento do investimento, cobrindo no mínimo o custo de oportunidade dos recursos empregados. Os tipos e prazos de mecanismos de saída variam de acordo com as características do empreendimento e as especificidades dos mercados em que se atuam. São exemplos de mecanismos de saída a venda estratégica (*trade-sale*), *Initial Public Offering* (IPO), venda secundária para outro investidor, recompra

pelo investidor (*buyback*) e liquidação (*write-off*), descritos individualmente abaixo, segundo RIBEIRO (2002), RIBEIRO et al (2005) e RIBEIRO e ALMEIDA(2004).

A venda estratégica ou *trade-sale* caracteriza-se pela compra da totalidade das ações da empresa por um computador de maior porte, que geralmente atua no mesmo mercado ou em atividade complementar, buscando uma expansão vertical ou horizontal. É comumente utilizada em períodos de maior volatilidade do mercado em questão, em função das vantagens econômicas da transação geradas em uma eventual crise.

Na emissão primária de ações em bolsa de valores ou *Initial Public Offering* (IPO), o investidor capitalista não pode vender suas ações imediatamente após a oferta, até o fim de um período chamado *lock-up period*. Este período visa proteger os interesses dos novos investidores, de forma que o fundo de investimentos terá de manter a administração sobre os ativos da empresa, prezando pelo seu bom desempenho e cotação dos papéis para que possa atingir bom preço de suas ações ao final do período *lock-up*. Geralmente, existe um tamanho mínimo de empresa para IPO, devido aos elevados custos de introdução e manutenção na bolsa de valores. Este mecanismo, no entanto, gera altos retornos ao investidor. Há casos também em que o investidor mantém estrategicamente o controle sobre a empresa, mesmo após o período *lock-up*, buscando capitalização para diversificação de sua atuação.

A venda para um segundo investidor, ou *secondary sale*, se caracteriza pela venda do fundo para um outro fundo de investimentos ou investidor com as mesmas características. Esta venda diferencia-se do *trade-sale* ocorre quando o prazo legal de determinado fundo está vencendo ou quando uma estrutura de *venture capital* já não agrega mais ao negocio, comprado então por um fundo de *private equity*.

O *buyback* consiste na recompra pelo empreendedor, empresa ou gestores da empresa da participação detida (*management buy-out* - MBO). Essas transações são raras no Brasil, pois altas taxas de juros encarecem seu financiamento por meio de dívida (*leveraged buy-out* – LBO). Esse mecanismo permanece como uma alternativa à liquidação total dos ativos. Mecanismos de opção de compra são normalmente contemplados nos contratos entre o empreendedor e o investidor.

A liquidação ou *write-off* consiste na desconstituição da empresa por razão do insucesso, liquidando-se os ativos e dividindo-os entre credores e acionistas.

Existem casos de empresas que, apesar de ainda economicamente viáveis, não são mais interessantes do ponto de vista do *venture capital*, pois não apresentam um alto potencial de crescimento.

Os fundos de investimento em participações apresentam características singulares se comparados aos fundos de ações. Os fundos de ações apresentam relação risco-retorno na média do mercado (índice de Bolsa) enquanto que alguns FIPs posicionam-se acima da média. Os investimentos dos FIPs oferecem baixa liquidez com investimento a longo prazo, com controle ou participação significativas e uma gestão ativa na gestão investida. Já os fundos de ações oferecem liquidez diária, participações minoritárias e um papel passivo na gestão da empresa investida.

O caso dos Fundos de Investimentos em Participação, no entanto, especificamente em *Real Estate*, traz um entendimento diferente para o *private equity*, principalmente no que tange os mecanismos de saída. Os investimentos na estruturação dos FIPs não são efetuados na companhia propriamente dita, mas nos empreendimentos imobiliários por ela arquitetados, constituídos por SPE. O empreendedor possui experiência e *know-how* adequados e desenvolvidos, mas buscam capitalização para sustentar seus investimentos em novos empreendimentos imobiliários. Esta alavancagem se dá no ambiente do empreendimento, que assume uma figura jurídica com início, meio e fim. Ou seja, a liquidação do empreendimento imobiliário e conseqüente realização dos lucros dos investimentos se dá pela venda das unidades imobiliárias, execução das obras, entrega das unidades e recebimento integral das parcelas do preço.

3.1.3.2 Fundo de Investimento Imobiliário

Criados no Brasil em 1993, os Fundos Imobiliários têm conquistado cada vez mais adeptos e passaram a ser uma alternativa bastante atrativa para a pessoa física que busca investir no segmento. Os Fundos Imobiliários funcionam como condomínios de investidores, semelhantes aos fundos de ação e renda fixa, administrados por instituições financeiras e fiscalizados pela CVM. Esse tipo de investimento permite que a pessoa física tenha uma carteira de fundos. Entre suas vantagens está a facilidade de acesso para pequenos e médios investidores, através da compra de uma parte de determinado empreendimento.

O grande diferencial é ser um investimento em imóveis com facilidade de compra e venda, já que as “cotas” são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Ele proporciona a combinação do mercado imobiliário com o mercado mobiliário, aliando a segurança de ter um imóvel com as vantagens do mercado de ações, como a possibilidade de compra e venda através da Bolsa. Por isso, o fundo imobiliário é sucesso no mundo inteiro e também está começando a ser no Brasil.

O fundo de investimento imobiliário pode estar se tornando uma opção diferenciada de investimentos para aqueles que, acostumados a investir em imóveis, encontram-se descontentes com a estagnação neste tipo de investimento; com a crescente necessidade mundial de dar vazão ao dinamismo das instituições econômico-financeiras.

A tendência de se criarem novos fundos imobiliários, que enseja o boom do mercado atual, deve manifestar-se cada vez mais. Sempre visando aspectos relativos à clareza e conseqüente às normas e a legislação sobre este tipo de investimento que se encontra por constante necessidade de nova regulamentação.

Questões relativas à sua natureza jurídica, assim como direito e vantagens daqueles que possuem as quotas deste tipo de fundo, são importantes à medida que elucidam os investidores na melhor compreensão quanto aos seus fatores de risco.

Além destas considerações, não se pode deixar de constatar a existência e perpetuação deste tipo de fundo nos Estados Unidos há mais de trinta anos, com ativos superiores a US\$ 130 bilhões.

3.2 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO

3.2.1 Definição

O fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. É constituído sob a forma de condomínio fechado, onde o resgate de quotas não é permitido.

O objetivo do Fundo é auferir ganhos mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades do empreendimento adquirido pelo Fundo, aplicar recursos no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou em imóveis prontos, como

hotéis, shopping centers, edifícios comerciais, escolas, loteamentos. Do patrimônio de um fundo podem participar um ou mais imóveis, parte de imóveis, direitos a eles relativos, entre outras opções.

O arrendamento gera receitas por meio da cobrança de valor correspondente a um percentual do lucro auferido pela empresa arrendatária, ou pelo pagamento de uma porcentagem do valor total do imóvel arrendado, podendo os dois critérios serem adotados concomitantemente.

Caso o objeto do Fundo seja obter ganhos por meio da alienação dos imóveis adquiridos, o rendimento será resultado da venda dos referidos imóveis por valor superior ao dependido para a sua aquisição.

Qualquer pessoa pode investir em um Fundo de Investimento Imobiliário, desde que possua recursos no montante mínimo para o investimento.

O investidor adquire quotas do Fundo de Investimento Imobiliário que, por sua vez, adquire em nome próprio os imóveis que pretende explorar comercialmente, indicados para compor sua carteira de ativos. O quotista passa, então, a ter direito ao recebimento de uma parte nos rendimentos que o Fundo vier a obter, conforme o número de quotas que detiver.

Geralmente, as políticas de Fundos de Investimento Imobiliário visam à realização de investimentos de longo prazo, com o objetivo de auferir ganhos mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades de determinado empreendimento.

Um fundo imobiliário é bastante semelhante a uma empresa, com seus acionistas, aumentos de capital, assembléias, distribuições de resultado.

Criados, em junho de 1993, pela Lei 8.668 e regulamentados pela CVM em janeiro do ano seguinte, através das Instruções nos 205 e 206, os Fundos de Investimento Imobiliário brasileiros reúnem, atualmente, cerca de R\$ 2 bilhões aplicados em cerca de 60 fundos.

Nos EUA, estes fundos existem há mais de 30 anos, com ativos superiores a US\$ 370 bilhões. 70% dos fundos imobiliários americanos são cotados em bolsa.

Por serem fundos fechados, ou seja, suas cotas não têm resgate assim como as ações, o caminho natural é a negociação das cotas em Bolsa. Atualmente cerca de 15 fundos tem suas cotas negociadas na BOVESPA.

O modelo de FII adotado no Brasil possui as seguintes características:

- Pode ser constituído de bens e direitos imobiliários, que podem ser utilizados para integralização;
- É, obrigatoriamente, administrado por instituição financeira;
- Não tem personalidade jurídica própria. A instituição financeira que o administra "empresta" sua personalidade jurídica ao fundo, tornando-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, os quais não se comunicam com o patrimônio da instituição;
- Pelo menos 75% do patrimônio do fundo devem estar aplicados em bens e direitos imobiliários. O saldo em caixa deve ser aplicado em ativos de renda fixa;
- Para os casos de fundos destinados a construir imóveis, as integralizações podem ser parceladas em séries. Os fundos podem, também, efetuar aumento de capital mediante a emissão de novas quotas;
- É um fundo fechado, ou seja, não permite resgate das quotas. O retorno do capital investido se dá através da distribuição de resultados, da venda das quotas ou, quando for o caso, na dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional do patrimônio aos quotistas;
- Os rendimentos para pessoas físicas são isentos de Imposto de Renda (com algumas condições).

3.2.2 Estrutura do FII

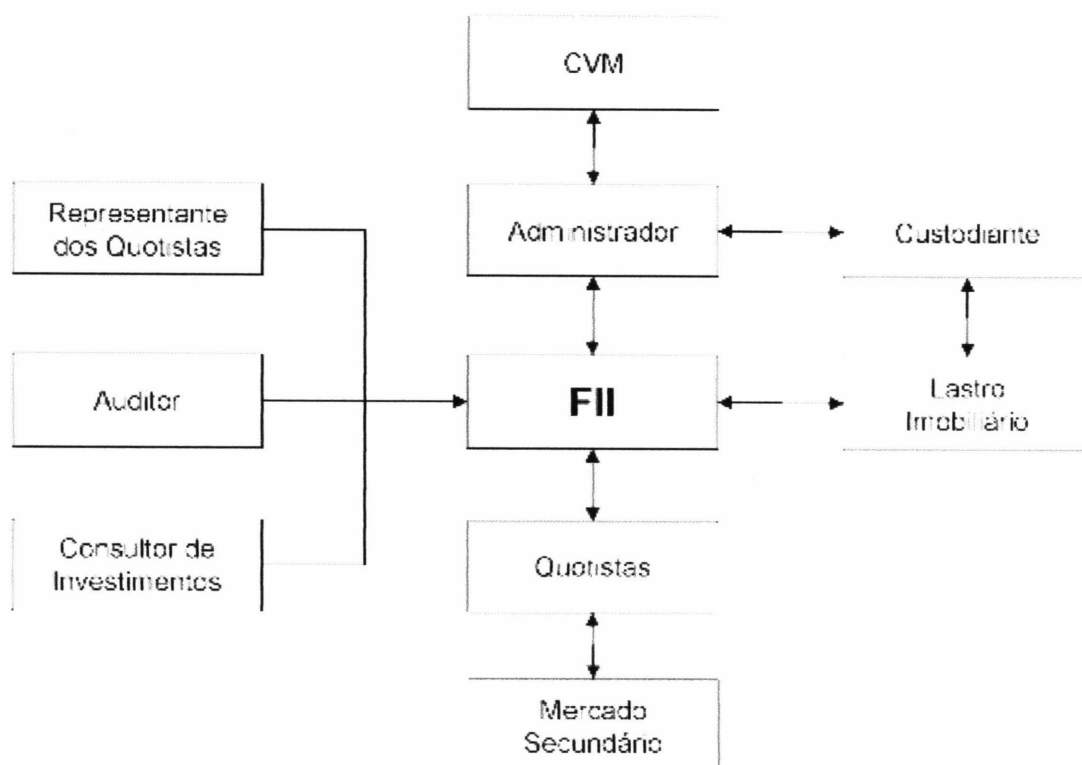


Tabela 3.1
Fonte: Site Fundo Imobiliário

3.2.3 Histórico dos Fundos de Investimento Imobiliário - Experiência Americana

Os fundos imobiliários americanos, conhecidos como REIT (*Real Estate Investment Trust*) foram criados na década de 60 e hoje representam investimentos de cerca de US\$ 300 bilhões, com mais de 200 REIT's cotados em Bolsa. Segundo a NAREIT (www.nareit.com), entidade que congrega estes fundos, os REIT's produziram resultados expressivos desde sua criação:

- 1) Só em 1998 distribuíram mais de US\$ 11 bilhões em dividendos a seus cotistas;
- 2) Em 20 anos (09/1980 a 09/2000) tiveram uma taxa anual de retorno muito superior àquela obtida através de investimentos diretos em imóveis (12,57% contra 8,42%);
- 3) Na última década os volumes aplicados em REIT's capitalizou-se mais de 15 vezes, e número de REIT's quadruplicou-se.

O panorama mudou a partir da crise imobiliária americana no início da década de 90, em que uma importante falta de liquidez gerou uma forte desvalorização dos imóveis, alterando completamente o mercado. A década anterior havia experimentado uma brilhante fase de incorporações imobiliárias, principalmente na produção de apartamentos, armazenagem e shopping centers, em negócios que envolveram mais de US\$ 130 bilhões. A crise das *savings and loans* (companhias e bancos de crédito imobiliário) abalou o mercado, derrubando preços e criando sérios problemas para os empreendedores, que não conseguiram liquidar seus compromissos.

Essa situação levou o governo americano a criar, entre outras coisas, a RTC (*Resolution Trust Corporation*), agência responsável por administrar a liquidação daquelas empresas. A RTC criou lotes de ativos imobiliários oriundos de empresas liquidadas e os ofereceu ao mercado que, aproveitando-se das boas condições de preço oferecidas, encontrou nos REITs a melhor solução para adquiri-los.

Já os fundos de pensão aumentaram suas aplicações em imóveis de 1% para 6%, de seus ativos, durante a década de 80. Mas como seus resultados decepcionaram, os administradores passaram a procurar por analistas e consultores independentes para orientá-los, que passaram a direcioná-los para REITs com política de investimento mais clara e adequada ao tipo de risco desejado. Essa profissionalização do mercado levou a uma maior transparência e competição entre os REITs, aumentando a base do mercado.

Por fim, em janeiro de 94, a NAIC (*National Association of Insurance Commissioners*), órgão regulador das seguradoras americanas, preocupado com a liquidez das reservas técnicas, penalizou os investimentos diretos, daquelas companhias, em imóveis, privilegiando aqueles realizados através de instrumentos securitizados. Viabilizou-se, por isso, vários lançamentos de REITs lastreados em escritórios e hotéis.

3.2.3.1 Características dos REITs

Os REITs, como os fundos imobiliários brasileiros, também são condomínios que agregam recursos para investir na área imobiliária.

Também são isentos do pagamento de alguns impostos, entre eles o Imposto de Renda. Para tanto, precisam preencher os seguintes requisitos:

- a) Ser administrados por um *board* de diretores e/ou *trustees*;
- b) Ter quotas amplamente transferíveis;
- c) Possuir mais de 100 quotistas;
- d) 5 ou menos quotistas não podem possuir mais do que 50% das quotas;
- e) Precisam investir pelo menos 75% em imóveis;
- f) Distribuir 95% de seus rendimentos aos quotistas.

São classificados em três tipos, pelo conceito de tipo de investimento:

- Equity* REITs - São aqueles que investem em imóveis, geralmente voltados para a renda. Representam cerca de 91% do total da indústria.
- Mortgage* REITs - Formados por hipotecas e outros tipos de financiamentos concedidos a compradores de imóveis, totalizando 5% do mercado;
- Hybrid* REITs - Misturam as duas estratégias, podendo ter em suas carteiras imóveis, hipotecas, títulos imobiliários, etc. Cerca de 4% dos REITs são híbridos.

3.2.3.2 Mercado atual

Atualmente existem cerca de 300 REITs nos Estados Unidos, congregando mais de U\$ 130 bilhões em investimentos imobiliários. Mais de dois terços possuem cotação em bolsa:

Bolsa Quantidade de REITs registrados	
NYSE (New York Stock Exchange)	172
American Stock Exchange	31
NASDAQ	17

Tabela: 3.2
Fonte: Site Fundo de Investimento

Os investimentos destes fundos passam por todo o tipo de imóveis, como mostra a tabela abaixo:

Tipo de imóvel Participação no total aplicado	
INDÚSTRIAS e ESCRITÓRIOS	26%
VAREJO (shopping centers, grandes lojas, etc.)	18%
RESIDENCIAL	17%
HOSPEDAGEM (hotéis, resorts, flats, etc.)	11%
SAÚDE (hospitais, clínicas, centros de reabilitação, etc.)	8%

HIPOTECAS e EMPRÉSTIMOS	6%
AUTO-ARMAZENAGEM	4%
DIVERSOS (parques temáticos, cemitérios, clubes, etc.).	10%

Tabela: 3.3
Fonte: Site Fundo de Investimento

3.2.3.3 Vantagens

A utilização de um instrumento moderno, como os fundos imobiliários, para captar recursos destinados a investir em empreendimentos imobiliários, traz inúmeras vantagens para a operação.

A primeira delas é a possibilidade de fracionar o investimento, trazendo para este mercado uma massa de investidores de pequeno e médio porte, que não possuem alternativas para investir em imóveis. Ao analisarmos o sucesso da venda de flats, por exemplo, podemos perceber claramente os fatores que contribuíram para isso:

- a) Operação imobiliária numa faixa de valor, até então, praticamente inexistente (em torno de R\$ 100.000,00);
- b) Possibilidade de parcelamento do investimento (financiamento direto, bancário, etc.);
- c) Sistema de pool de locação, reduzindo as perdas com vacância;
- d) Operação terceirizada, evitando o envolvimento do investidor.

Já a mesma operação, utilizando o fundo imobiliário, além de manter as características mencionas, poderia ser oferecida a uma fatia de mercado muito maior, reduzindo o valor do investimento. Nos Estados Unidos, o investimento médio em REIT's é de US\$ 5.000,00!

E mais: como faz um investidor de um flat, se precisar usar parte do investimento para, por exemplo, comprar um carro? Ele é obrigado a vender o flat, liquidando seu investimento... Se possuísse quotas de um fundo imobiliário, poderia vender somente o número de quotas suficiente para comprar o carro.

Outro ponto importante é que investidores estrangeiros podem comprar quotas de fundo imobiliário, da mesma forma que participam do mercado acionário.

Como a quota do fundo imobiliário é valor mobiliário, assim como as ações, para vendê-las é bastante simples; encontrando um comprador para suas quotas basta, ao vendedor, autorizar a venda, sem a complicação de certidões, escrituras,

assinatura do cônjuge, despesas com ITBI, etc. O fundo imobiliário agrega as vantagens do mercado mobiliário aos investimentos em imóveis.

E também por isso, a transparência da operação é muito maior, pois todos os atos do fundo são de responsabilidade da instituição financeira que o administra.

A versatilidade do fundo imobiliário também é uma das vantagens. Voltando ao exemplo dos flats, em breve teremos uma saturação deste produto no mercado, quando a demanda estiver atendida. No caso dos fundos imobiliários, todo tipo de investimento imobiliário pode fazer parte de suas carteiras. Hotéis, flats, hospitais, edifícios comerciais, shopping centers, parques temáticos, enfim, qualquer empreendimento de base imobiliária é passível de ser incluído.

Além disso, do patrimônio de um fundo também podem participar direitos imobiliários, como a concessão, o aluguel, etc. Exemplificando, é perfeitamente legal captar recursos via fundo imobiliário para construir um imóvel em terreno público, havido por concessão, auferindo renda pelo tempo pactuado.

O objetivo de investimento do fundo é estabelecido na sua constituição e pode ser alterado, desde que respeitando a vontade de seus quotistas, que decidem em Assembléia. Do patrimônio de um fundo imobiliário podem fazer parte vários imóveis, parte deles, direitos imobiliários, etc. Atualmente a maioria dos fundos ainda se concentra no investimento em um único imóvel.

3.2.4 Investidor

Os Fundos Imobiliários constituem uma opção interessante para quem tem visão de longo prazo e está procurando diversificar seus investimentos. O FII oferece a possibilidade de investir em imóveis sem arcar diretamente com os custos inerentes a esse tipo de investimento (custo c/ escritura, ITBI, etc.), e sem ter vínculo direto com inquilino, pois esse relacionamento é feito de forma profissional pelo Administrador do Fundo. Os Fundos de Investimento Imobiliário são fundos fechados, portanto, não permitem resgate de quotas, que podem ser negociadas no mercado secundário. A negociação das quotas no mercado secundário é realizada, diariamente, através de leilões (Call) no ambiente Mega Bolsa da BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo, possuindo, portanto, elevado grau de transparência. O preço de mercado das cotas de fundo de investimento imobiliário é formado a partir das ofertas de compra e venda, logo a oscilação diária dos preços não significa

necessariamente que houve desvalorização ou valorização do imóvel. O rendimento mensal do fundo, proveniente do aluguel do imóvel, também não é afetado pelas oscilações de preços praticados no mercado secundário.

3.2.5 Fatores de Risco

Os maiores riscos a que estão expostos os fundos são:

a) o risco de crédito: aquele em que a contraparte (emissor do título) não cumpre com as obrigações decorrentes do título, isto é, quando incorre em inadimplemento;

b) o risco legal: é o que decorre de irregularidades de ordem jurídica diversas que impedem, por exemplo, a execução de um contrato, resultando em eventual prejuízo, ou o não cumprimento das normas legais estabelecidas;

c) o risco operacional é o que está diretamente relacionado à gestão do fundo, e que decorre de erro humano, falha de sistema, falha de controles internos, procedimentos inadequados de controle, errôneas avaliações de risco, etc.

d) Mercado Financeiro: O investidor deve ser alertado que os Fundos de Investimento Imobiliário podem ser afetados, de tempos em tempos, pelos mesmos tipos de risco que atingem o mercado financeiro e cada tipo de empresa, observados os ramos negociais específicos. Em alguns casos, os eventos podem afetar somente os Fundos que detêm determinados tipos de imóveis, ou imóveis localizados em região geográfica específica.

e) Taxa de ocupação imobiliária: A retração do crescimento econômico pode ocasionar redução na ocupação dos imóveis. A redução da taxa de ocupação pode não só reduzir a receita de um fundo de investimento pela vacância de seus imóveis, mas também gerar redução nos valores dos aluguéis.

Sendo assim, o empreendimento pode não vir a obter o sucesso pretendido, prejudicando o plano de rentabilidade estimado.

f) Liquidez reduzida: Os Fundos de Investimento Imobiliário constituem modalidade de investimento recentemente introduzida no mercado financeiro brasileiro, ainda não tendo sido sua utilização difundida amplamente. Tal característica pode resultar em dificuldade maior de difusão desses fundos se comparados com outras modalidades de investimento disponíveis no mercado financeiro ou com outros ativos disponíveis para investimento.

Por conta dessa característica e do fato de os fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem admitir resgate de suas quotas, os titulares de quotas de Fundos de Investimento Imobiliário podem ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas no mercado secundário.

3.2.6 Perspectivas

O fundo imobiliário é sucesso no mundo inteiro e também está começando a ser no Brasil.

Para o consultor de investimentos imobiliários, Sérgio Belleza Filho, é mais interessante para a pessoa física investir em um Fundo Imobiliário do que comprar um imóvel, pois quando você compra um imóvel para renda, tem que controlar o inquilino, cuidar do problema do telhado que quebrou e tomar conta do investimento ou pagar alguém para fazê-lo. “Já quando você compra cota de um fundo imobiliário, alguém faz isso por você, no caso, a Instituição Financeira que administra o Fundo. Como ele a grande maioria tem ativos alugados para grandes empresas, é uma forma do investidor, com pouco dinheiro, comprar imóveis diferentes e de alto padrão”.

Segundo o especialista, a rentabilidade média dos fundos imobiliários é em torno de 1% ao mês, com a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos obtidos pelas pessoas físicas. Para o investidor ter a isenção o fundo precisa ter mais de 50 cotistas, ter cotas negociadas em bolsa e o cotista para se beneficiar tem que ser pessoa física e não pode ter 10% ou mais das cotas do fundo. A queda dos juros e a isenção do imposto de renda para pessoa física mostram que os próximos anos serão muito bons para os fundos imobiliários. “Por isso, eles passaram a fazer parte das opções de investimento do mercado para o investidor individual”, acentua Belleza.

No artigo de Mauricio Visconti de 23 de Abril de 2008 publicado no Jornal Valor Econômico a Comissão de Valores Mobiliários submeteu recentemente à audiência pública a minuta de Instrução que regulará os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) no país, aproximando estes investimentos dos REITs norte-americanos (*Real Estate Investment Trusts*).

Esta iniciativa da CVM está alinhada com o esforço governamental para fomentar o mercado imobiliário brasileiro, iniciado em 1997 com a Lei 9.514,

posteriormente complementada pela Lei 10.931 de 2004 e legislações subseqüentes, bem como por instruções do Banco Central e da Receita Federal que criaram um ambiente regulatório que favorece o crédito imobiliário em geral no país.

Sem dúvida, a criação das companhias securitizadoras de créditos imobiliários foi um importante passo deste novo arcabouço jurídico para a aproximação entre o mercado financeiro e os incorporadores de imóveis. No entanto, devido a uma série de restrições legais imposta pelos órgãos reguladores, a possibilidade de investimento nos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) emitidos pelas securitizadoras se manteve distante do pequeno investidor, que não tem acesso aos diversos benefícios relacionados a esta classe de ativos.

3.2.7 Regulamento e Prospecto do Fundo

Conforme regulamentado pela CVM, todo quotista, ao subscrever quotas do Fundo, deve receber o Regulamento e o Prospecto.

O regulamento e o prospecto dependem de prévia autorização da CVM.

O Regulamento é o documento onde estão estabelecidas as regras básicas de funcionamento de um Fundo de Investimento Imobiliário.

Dentre essas regras, merecem destaque aquelas que se referem aos ativos que serão adquiridos e às estratégias de investimento adotadas, uma vez que estão diretamente relacionadas com o risco do investimento.

Quaisquer alterações no Regulamento devem ser deliberadas em Assembléia Geral de Quotistas e comunicadas à CVM.

É importante saber que as eventuais alterações feitas no Regulamento podem implicar modificações nas condições de funcionamento do Fundo. Portanto, o quotista deve analisar e deliberar sobre as modificações propostas de acordo com seus interesses como investidor.

O Regulamento dispõe sobre:

- o objeto do Fundo, ou seja, os tipos de investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;
- o prazo de duração do Fundo;
- a política de investimento do Fundo;
- a taxa de ingresso ou critérios para a sua fixação;
- o número de quotas a serem emitidas;

- a possibilidade ou não de futuras emissões;
- os critérios para subscrição de quotas;
- a política de comercialização dos empreendimentos;
- o mecanismo de distribuição de resultados;
- a qualificação do Administrador e suas respectivas obrigações;
- o tratamento das despesas e encargos;
- os critérios para apuração do valor patrimonial das quotas;
- as informações obrigatórias a serem prestadas aos quotistas;
- a taxa de Administração;
- as demais taxas e despesas;
- os casos de dissolução e liquidação do Fundo, bem como os mecanismos previstos.

O Prospecto é o documento que apresenta as informações para o investidor relativas à política de investimento do Fundo e dos riscos envolvidos, bem como dos principais direitos e responsabilidades dos quotistas e do Administrador.

É importante que o investidor considere atentamente o valor da Taxa de Administração antes de investir em um Fundo de Investimento Imobiliário.

O Prospecto ainda traz informações sobre a experiência do Administrador do Fundo, bem como do Gestor Imobiliário e demais empresas contratadas para prestação de serviços ao Fundo.

O Prospecto contém, dentre outras informações relevantes que devem ser analisadas pelo investidor:

- a apresentação do Administrador do Fundo e sua respectiva experiência;
- as metas e objetivos de gestão do Fundo;
- a explicação da política de investimentos;
- o público-alvo a que se destina o Fundo;
- as hipóteses de contratação de terceiros para prestação de serviços;
- a política de distribuição de resultados, compreendendo prazos e condições de pagamento;
- os riscos envolvidos;
- o Estudo de Viabilidade.

O Estudo de Viabilidade é um documento elaborado por profissionais especializados que analisa a qualidade e as principais condições do investimento.

Ele deve conter, dentre outras, as seguintes informações:

- rentabilidade esperada dentro de um determinado ciclo operacional, referida através de taxas de retorno e renda média;
- indicação e análise dos riscos envolvidos no investimento;
- parâmetros de comportamento do ambiente econômico e do empreendimento;
- desempenho do ramo negocial específico do empreendimento envolvido;
- movimentação de recursos no ambiente dos Fundos de Investimento Imobiliário.

É importante ressaltar que cabe ao investidor analisar cuidadosamente o Estudo de Viabilidade do Fundo em que pretende ingressar.

É muito importante ler atenciosamente tanto o Regulamento quanto o Prospecto.

3.2.8 Administrador do Fundo

O Administrador é responsável por toda a administração do Fundo e pelas informações, perante os quotistas e a CVM, devendo estar identificado no Regulamento.

Somente pode atuar como administrador de Fundo de Investimento Imobiliário:

- banco múltiplo com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário;
- banco de investimento;
- sociedade corretora ou sociedade distribuidora de valores mobiliários;
- sociedade de crédito imobiliário e caixas econômicas; e
- associações de poupança e empréstimo.

O Administrador deve manter departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários. Opcionalmente, pode o Administrador efetuar a contratação de serviço externo especializado nessas atividades.

De acordo com a Instrução 205/94, o Administrador deve indicar um diretor responsável pela administração do Fundo.

O nome do diretor responsável pela administração do Fundo deve ser informado no Prospecto.

O investidor não deve hesitar em contatar o diretor responsável do Fundo e pedir maiores esclarecimentos em caso de dúvidas.

O Administrador tem poderes para representar e administrar o Fundo nos termos do Regulamento.

Compete ao Administrador, dentre outras obrigações:

- a manutenção dos registros dos quotistas;
- a elaboração dos livros de atas de assembléias;
- providenciar e manter em ordem toda a documentação relacionada aos imóveis;
- a manutenção da escrituração das operações praticadas com recursos do Fundo, incluindo os respectivos registros contábeis;
- o gerenciamento dos recursos do Fundo;
- a constituição de reservas;
- a distribuição ou repasse dos rendimentos devidos aos quotistas;
- o recebimento de valores em nome do Fundo;
- custear despesas de publicidade;
- a publicação periódica do valor das quotas do Fundo.

3.2.9 Auditoria Externa

De acordo com a Instrução 206/94 da Comissão de Valores Mobiliários, o Administrador deve divulgar as demonstrações financeiras do Fundo semestralmente, contendo, no mínimo, as seguintes informações sobre o Fundo:

- balanço patrimonial;
- demonstração do resultado;
- demonstração do fluxo de caixa;
- parecer do auditor independente;
- relatório do representante dos quotistas, quando eleito;
- relatório do Administrador.

É importante que o investidor atente para os tópicos descritos acima, bem como para as variações nos números apresentados entre um semestre e outro.

As demonstrações financeiras do Fundo serão verificadas semestralmente por auditor independente registrado na CVM.

O auditor independente deverá verificar se a posição patrimonial e financeira do Fundo está compatível com os Princípios Fundamentais de Contabilidade e as normas contábeis previstas na Instrução 206/94, bem como deverá constatar se os atos praticados pelo Administrador do fundo atenderam aos preceitos da legislação vigente.

O produto final do trabalho executado pelo auditor independente consiste na emissão do parecer sobre as demonstrações contábeis do Fundo, que deverá ser publicado junto às referidas demonstrações no prazo máximo de 60 (sessenta) dias após os meses de junho e dezembro.

É importante que o investidor analise atentamente as demonstrações financeiras e o parecer do auditor independente, procurando sempre a orientação de um profissional especializado para auxiliar sua análise.

3.2.10 Direitos dos Quotistas

Constituem direitos dos quotistas:

- Receber a remuneração proporcionada pelo Fundo, nos termos do respectivo Regulamento;
- Participar e votar na Assembléia Geral de Quotistas;
- Exercer a função de representante dos quotistas para acompanhar e fiscalizar a gestão do Fundo.

A Assembléia Geral dos Quotistas é a reunião realizada entre os quotistas do Fundo e constitui a instância de deliberação superior, tendo competência para deliberar sobre:

- as contas relativas ao Fundo e as demonstrações financeiras apresentadas pelo Administrador;
- destituição ou substituição do administrador;
- emissão de novas quotas;
- fusão, incorporação e cisão;
- dissolução e liquidação do Fundo;
- mudanças na política de investimentos;
- eleição ou destituição de representante dos quotistas.

A Assembléia Geral dos Quotistas é a instância máxima de decisão de um Fundo de Investimento Imobiliário.

É importante a participação do investidor nas Assembléias do Fundo. Caso não seja possível participar da Assembléia, é altamente recomendável que o quotista fique atento às decisões que foram tomadas.

A Assembléia Geral poderá nomear um ou mais representantes dos quotistas, para atuar em defesa dos direitos e interesses dos quotistas, com as seguintes funções:

- fiscalizar o cumprimento do programa financeiro e de investimento do Fundo;
- realizar o controle gerencial dos empreendimentos ou investimentos do Fundo;
- fiscalizar a observância da política de investimentos explicitada no Regulamento do Fundo.

3.2.11 Taxas

A taxa de administração é um encargo cobrado pelo Administrador do Fundo como remuneração pela prestação dos serviços de administração do Fundo e gestão da sua carteira.

O Regulamento deve fixar a taxa cobrada pelos serviços de administração do Fundo.

Além da taxa de administração, podem estar previstas no Regulamento as taxas de ingresso, de saída e de performance, desde que explicitados os critérios de sua aferição e as condições de pagamento.

A taxa de administração não pode ser aumentada sem prévia aprovação da Assembléia Geral, mas o Administrador pode reduzir unilateralmente a taxa, comunicando o fato à CVM e aos quotistas, e promovendo a devida alteração do Regulamento e do Prospecto.

É indispensável que o investidor consulte o Regulamento para conhecer exatamente quais as taxas que serão cobradas pelo Fundo.

3.2.12 Patrimônio do Fundo

O patrimônio do Fundo é formado pelos bens e direitos adquiridos pelo Administrador, em caráter fiduciário.

O patrimônio de um Fundo de Investimento Imobiliário não se confunde com o patrimônio geral do Administrador, mas sim, trata-se de patrimônio especial,

totalmente distinto e separado do primeiro, que abrange os direitos e obrigações relativos ao Fundo detidos pelo Administrador em caráter fiduciário.

Os bens e direitos mantidos sob a propriedade fiduciária do Administrador, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o seu patrimônio geral. Desta forma, tais bens e direitos não integram o ativo do Administrador, nem respondem por qualquer obrigação do Administrador. Além disso, não podem ser dados em garantia de débito, nem ser executados por qualquer credor do Administrador, nem são atingidos por sua liquidação extrajudicial.

Caso o Administrador entre em liquidação, ou, por qualquer outro motivo, fique impedido de exercer suas funções, a assembléia dos quotistas elegerá outra instituição financeira para sucedê-lo. Em tais casos, a propriedade fiduciária dos bens pertencentes ao Fundo é transmitida à instituição financeira nomeada pela assembléia dos quotistas para suceder o Administrador.

Na maioria dos casos, o Fundo já é criado para investimentos em um imóvel específico. Alternativamente, o Fundo pode estipular em seu Regulamento o tipo e as características dos imóveis que pretende adquirir, sem especificar exatamente quais os imóveis que poderão vir a compor seu patrimônio. Hotéis, grandes conjuntos de escritórios, até mesmo shopping centers estão entre os tipos de imóveis mais comuns.

Em hipótese alguma se deve confundir os direitos de proprietário com os direitos de quotista do Fundo. O titular das quotas do Fundo não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis ou empreendimentos. Caso um investidor pretenda utilizar algum imóvel pertencente ao Fundo de que é quotista, deverá remunerar o Fundo, enquanto proprietário, de acordo com as condições de mercado.

O Fundo deve aplicar no mínimo 75% de seus recursos em bens e direitos imobiliários. O restante pode ser destinado à aplicação em outros ativos de renda fixa, para fazer face às despesas ordinárias necessárias à manutenção do Fundo.

3.2.13 Rendimento

Existe disposição legal obrigando que o Administrador do Fundo distribua à seus quotistas, no mínimo, 95% do lucro eventualmente auferido pelo Fundo.

A distribuição de resultados, ou sua incorporação ao patrimônio, deve estar explicitada no Regulamento e no Prospecto do Fundo. Nenhum material de

divulgação pode assegurar ou sugerir garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.

Atenção:

Resultados obtidos no passado não garantem a obtenção de resultados no futuro.

O Empreendedor do imóvel objeto do Fundo poderá, conforme o caso, garantir ao Fundo uma renda mínima mensal, denominada "garantia extra".

A existência de garantia de renda mínima pelo Empreendedor ao Fundo não assegura aos quotistas o recebimento da renda equivalente, em decorrência das despesas porventura incorridas pelo Fundo.

3.2.14 Resgate e negociação das quotas

Por ser constituído como condomínio fechado, não é admitido ao Fundo de Investimento Imobiliário o resgate de quotas. No entanto, é admitida sua negociação em mercado.

As quotas podem ser transferidas tanto em transações privadas quanto no mercado secundário de valores mobiliários, nos mercados de balcão ou bolsas de valores.

O investidor deve considerar se há histórico de liquidez das quotas do Fundo ou previsão de mecanismo de formação de mercado.

Em princípio, a transferência de quotas integralizadas pode ocorrer a qualquer tempo. No entanto, se o Administrador julgar conveniente, poderá declarar a suspensão dos serviços de transferência de quotas nos períodos que antecederem as datas próximas à distribuição de rendimentos aos quotistas. Essa decisão deverá ser comunicada ao mercado e especialmente aos quotistas, por meio de publicação no jornal utilizado pelo Fundo para as demais divulgações.

3.2.15 Tributação

O Fundo Imobiliário é isento de impostos, inclusive Imposto de Renda, que só incide sobre as receitas financeiras obtidas com as aplicações do saldo de caixa do fundo (compensáveis quando da distribuição) e quando da distribuição de rendimentos ao quotista e no ganho de capital que este porventura obtiver na alienação de cotas. Atualmente, qualquer que seja o contribuinte, há uma retenção de 20%, exclusivamente na fonte, para as distribuições e ganho de capital.

De acordo com a Lei 8668/93, alterada pela lei 9779/99:

- O Fundo deverá distribuir à seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano;

- Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, quando distribuídos a qualquer beneficiário, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de 20%. (vinte por cento)

- Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação de quotas também se sujeitam à incidência do imposto de renda à alíquota de 20% (vinte por cento);

- O Fundo que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das quotas do Fundo, não contará com o regime diferenciado, estando sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas.

O quotista estrangeiro será penalizado por IOF caso retorne seu investimento em menos de um ano.

3.2.16 Liquidação do Fundo

Compete privativamente à Assembléia Geral de Quotistas, deliberar sobre a dissolução ou liquidação do Fundo quando estas não estiverem previstas e disciplinadas no Regulamento.

Nas hipóteses de renúncia, descredenciamento pela CVM ou destituição pela Assembléia Geral do Administrador, à Assembléia Geral caberá eleger uma substituta ou deliberar sobre a liquidação do Fundo.

No caso de liquidação judicial ou extrajudicial do Administrador, se a Assembléia Geral não eleger nova instituição para administrar o Fundo no prazo de 30 (trinta) dias úteis, o Banco Central do Brasil nomeará uma nova instituição para processar a liquidação do Fundo.

Na ocasião da liquidação do Fundo, será permitido o resgate das quotas integralizadas.

3.2.17 Funções da CVM

Cabe à CVM assegurar:

- o cumprimento das normas baixadas para funcionamento dos Fundos de Investimento Imobiliário.
- que sejam divulgadas informações necessárias à tomada de decisão dos investidores, zelando para que os agentes do sistema exerçam suas atividades com níveis adequados de competência, eficiência e probidade.
- a coibição a irregularidades relacionadas à manipulação de preços, à utilização de informações privilegiadas e à ocorrência de práticas não eqüitativas.

A CVM não expressa qualquer tipo de garantia sobre a qualidade do investimento realizado e existe o risco de perda.

O risco faz parte das decisões de investimento no mercado de valores mobiliários. Mas, se você perder dinheiro porque foi enganado, ou porque informações relevantes não lhe foram disponibilizadas, trata-se de um sério problema.

É recomendável entrar em contato com o Administrador e buscar um entendimento satisfatório. Se tal atitude não resolver o problema, junte documentação disponível e procure a CVM.

3.2.18 Legislação Básica dos fundos imobiliários

Legislação básica dos fundos imobiliários:

- Lei nº. 8.668, de 25/06/93 - Criação dos Fundos Imobiliários.
- Lei 9.779 de 19/01/99 - Tributação em vigor
- Instrução nº. 205 da CVM - Comissão de Valores Mobiliários - Regulamentação em vigor
- Instrução nº. 206 da CVM - Comissão de Valores Mobiliários - Normas Contábeis
- Instrução nº. 389 da CVM - Altera Art. 27 Inst. nº205

3.2.19 Comparação com outros investimentos imobiliários

Outras formas de Investimentos Coletivos de Renda Variável em Imóveis são:

- Condomínio comum
- Condomínio por unidades autônomas
- Empresa de propósito específico

- Empresa de participações
- Debêntures de participação

O diferencial competitivo do Fundo Imobiliário em relação às demais alternativas de investimento coletivo em imóveis é a sua liquidez decorrente da possibilidade da venda parcial ou total das quotas representativas do investimento no mercado de balcão, sem as complicações operacionais inerentes às transações imobiliárias.

Outra vantagem é que o Fundo pode aplicar seus recursos em vários empreendimentos simultaneamente, o seu capital tende a ser maior que o de um condomínio constituído de apenas um imóvel o que lhe confere maior flexibilidade no momento da venda das respectivas quotas.

O Fundo Imobiliário é o formato mais adequado como veículo *pass through*, em função do regime de tributação, nos quais a renda flui do empreendimento para os investidores através do fundo. Tendo menores custos e uma base de capital mais ampla os Fundos Imobiliários podem oferecer maior liquidez para os investimentos imobiliários.

3.2.20 Fundos de Investimentos Imobiliários existentes

Atualmente já estão em funcionamento mais de 70 fundos imobiliários no Brasil, com patrimônio total superior a 3 bilhões de reais.

Os Fundos Imobiliários são a mais revolucionária alternativa de captação de recursos para o setor que mais emprega no país, gerador de impostos e que trará, para o Brasil, o investimento estrangeiro de médio e longo prazo.

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	ADMINISTRADOR	DATA	VALOR DO PL (R\$)	Nº DE COTAS
1		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	30/04/2008	923.545,36	1.000.000
2		CAIXA ECONOMICA FEDERAL	30/04/2008	125.202.064,87	130.000
3		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	30/04/2008	2.202.547,06	1.200.000
4		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	12.265.302,60	14.000.000
5		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	24.113.897,79	38.810.000
6		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	37.531.062,18	500.000
7		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	24.391.278,63	26.218.723
8		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	11.862.610,06	80.000
9		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	51.394.652,40	40.000.000
10		BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	49.809.154,80	109.117
11		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	521.712,03	10.000
12		BANCO BBM SA	30/04/2008	1.978.096,00	469
13		BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	159.571.053,96	1.605.000
14		C & D DTVM LTDA	31/03/2008	4.835.669,91	73.540
15		RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	40.847.063,32	36.319.906

16	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	40.931,90	6.600
17	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	287.538.158,71	2.976.700
18	BR-CAPITAL DTVM S.A.	31/03/2008	61.051.570,43	69.033.500
19	BANCO CR2 S.A.	31/03/2008	3.518.771,11	35.000
20	BANCO CR2 S.A.	31/03/2008	981.542,06	44.720
21	BANCO CR2 S.A.	31/03/2008	527.725,18	38.400
22	BANCO CR2 S.A.	31/03/2008	57.042,84	42.000
23	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	82.003.368,40	104.800
24	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	31/03/2008	21.621.355,84	236.000
25	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	490.804,32	5.000
26	BANIF BANCO DE INVESTIMENTO (BRASIL) S/A	30/04/2008	30.006.893,05	355.000
27	BANCO FATOR SA	31/03/2008	85.006.098,66	135.527
28	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	30/04/2008	2.496.444,98	46.971
29	BANCO BBM SA	30/04/2008	969.345,00	840
30	BANCO BBM SA	30/04/2008	501.855,00	500
31	BANCO SCHAHIN S/A	31/03/2008	5.827.784,78	12.583.000
32	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	47.510.009,00	54.316
33	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	14.726.898,98	200.000
34	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	62.704.270,91	655.000
35	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	146.095,99	5.000
36	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	21.438.257,10	106.700
37	COIN - DTVM LTDA.	31/03/2008	52.546.597,65	508.008
38	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	34.070.093,43	8.703.994
39	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	55.606.840,00	600.000
40	C & D DTVM LTDA	31/03/2008	11.539.927,01	66.100
41	BANCO BRASCAN SA	30/04/2008	291.117.959,55	758.400
42	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	30/04/2008	64.105.292,39	233.608
43	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	6.115.935,17	49.900
44	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	10.000,00	100
45	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	317.829,56	100
46	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	23.964,65	100
47	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	100.045.120,77	69.231
48	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	95.813.487,40	936.113
49	COIN - DTVM LTDA.	31/03/2008	81.793.857,28	750.000
50	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	30/04/2008	39.818.705,68	54.000
51	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	17.545.054,54	177.000
52	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	53.530.127,45	117.127.515
53	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	4.092.979,43	40.000
54	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	182.908.155,72	1.916.800
55	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	95.663.696,16	531.000
56	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	3.055.996,09	279.872
57	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	91.482.422,81	104.700
58	BANCO OURINVEST SA	31/03/2008	405.090.159,54	3.935.562
59	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	14.636.248,84	20.041.000
60	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	10.673.170,69	98.352
61	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	80.101.995,88	2.120.589
62	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	3.911.936,81	1.200
63	COINVALORES CCVM LTDA	31/03/2008	105.243.440,37	1.150.000
64	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	4.290.612,23	3.000
65	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A.	31/03/2008	60.553.089,53	60.000
66	MOMENTO DTVM LTDA	30/04/2008	124.481.109,66	56.701
67	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	46.499.574,80	17.100
68	RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. DTVM	31/03/2008	95.416.492,27	5.301.000
69	BANCO OPPORTUNITY SA	30/04/2008	126.619.343,01	124.434
70	BR-CAPITAL DTVM S.A.	31/03/2008	24.484.695,36	4.200.000
TOTAL:			3.453.761.935,04	--

Tabela: 3.4

Total do valor de Patrimônio Líquido

Fonte: CVM

Dados atualizados até 11/05/2008

De todos estes fundos um será especificado. O escolhido foi o FII C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW; pois se trata do shopping Estação Plaza Show, situado na cidade de Curitiba, a qual foi efetuada esta monografia.

3.2.21 FII C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW

3.2.21.1 Dados do Fundo

Razão Social do Fundo: FII C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW

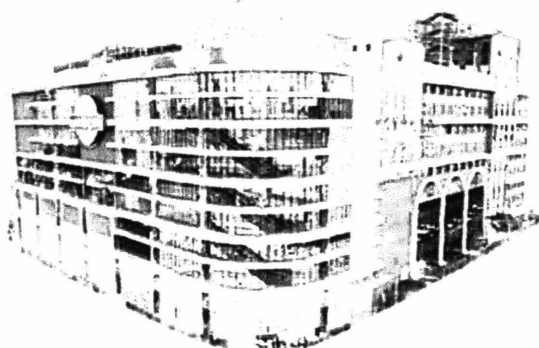
Razão Social da Administradora: C & D DTVM LTDA

Valor do Patrimônio: R\$ 4.835.669,91

Data da Constituição: 12/08/1996

Nº. de quotas: 73.540

Valor da quota: R\$65,76



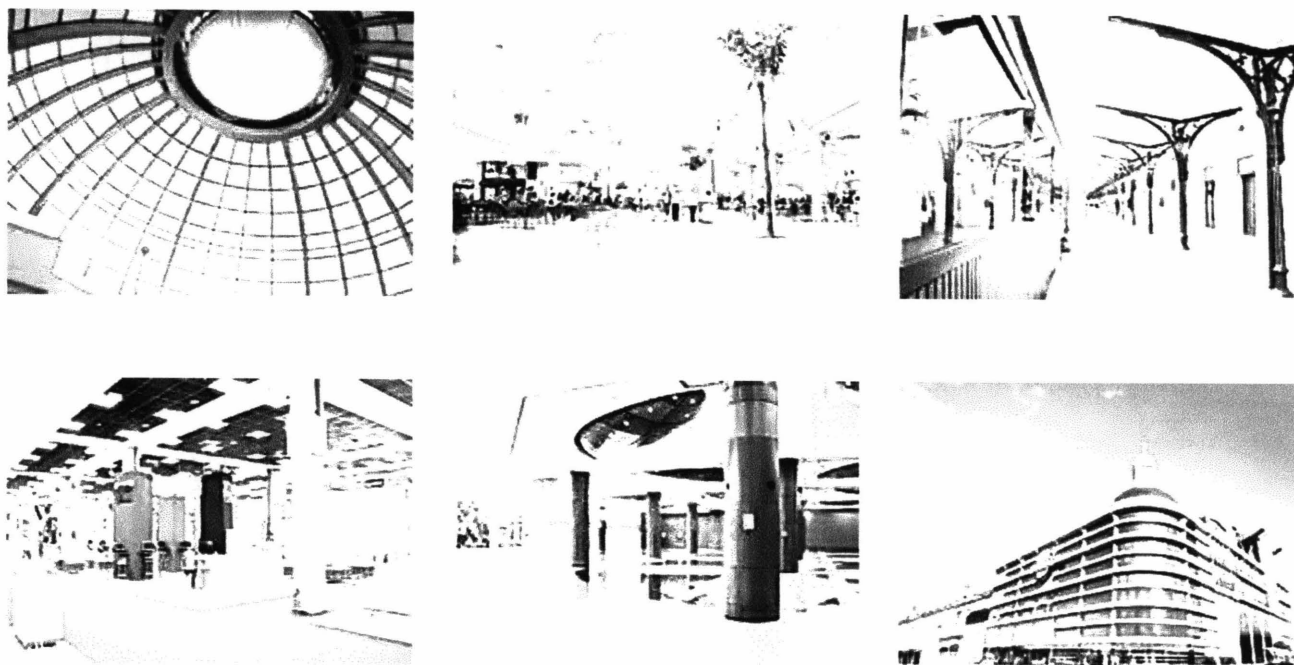


Figura 3.1
Fonte: Site Estação Convention Center

Um empreendimento com personalidade em todos os detalhes.

Integrado harmoniosamente à antiga Estação Ferroviária de Curitiba, o Estação Embratel *Convention Center* é o mais moderno Centro de Convenções da América Latina. Sua arquitetura foi inspirada nas linhas neoclássicas do Museu de D'Orsay, de Paris o que confere ao empreendimento um estilo requintado e charmoso.

Inteligência, flexibilidade e multifuncionalidade são as características conceituais mais marcantes do empreendimento. Com capacidade para receber até 5.000 pessoas em programações simultâneas, o Estação Embratel *Convention Center* possui 25.000 metros quadrados de área construída, divididos em três pisos multiuso e espaços projetados para abrigar de 12 a 2.700 pessoas.

O Estação Embratel *Convention Center* oferece completa estrutura e serviços diferenciados para a realização do seu evento, seja qual for o tamanho e a natureza.

- Estacionamento coberto para 1.800 carros
- Moderno heliponto com acesso à sala VIP.
- Serviço de alimentação exclusivo com mais de 40 opções de cardápio e capacidade de servir 10 mil refeições por dia.
- Elevadores cargueiros com capacidade de 2.000 kg cada um.

- Docas com capacidade para até quatro caminhões.
- Sistema de ar-condicionado central em todo o centro de eventos, incluindo área de exposição.
- Iluminação regulável e independente para cada sala.
- Sistema próprio de geração de energia, assegurando a continuidade no fornecimento em 110, 220 e 380 volts.
- Ligação direta ao *backbone* da Embratel, com tecnologia de última geração para áudio, vídeo e dados.
- Videoconferência, acesso de alta capacidade à internet, extensão da rede de dados das empresas ao local do evento e serviços via satélite.
- Completo cabeamento para a instalação de equipamentos de call center.
- Tratamento acústico especial em todas as salas.
- Sistema de segurança e prevenção de incêndios.
- Automação e Segurança: sistema integrado de automação e segurança com centrais de controle gerenciadas via internet.
- Acesso exclusivo ao Shopping Estação.

O Estação Embratel *Convention Center* é uma marca na paisagem urbana de Curitiba. Em um raio de 3 km de sua localização, encontram-se mais de 30 hotéis de 3 a 5 estrelas, o centro financeiro, comercial e cultural da cidade, além das principais instituições do serviço público. Tudo isso a apenas 15 km do Aeroporto Internacional Afonso Pena e a 800 metros da Estação Rodoferroviária.

Inaugurado em abril de 2004, o empreendimento é considerado um presente para a cidade de Curitiba, eleita pela Revista Exame como a melhor cidade do Brasil para fazer negócios. Com completa infra-estrutura de prestação de serviços e nível superior de qualidade de vida, a cidade reúne tudo que é necessário para o sucesso de eventos de todos os portes:

- Ocupa o centro geográfico da região mais desenvolvida da América do Sul.
- Ao seu redor, estão os maiores pólos econômicos do Brasil e os principais centros urbanos do continente.
- Conta com serviços do moderno Aeroporto Internacional Afonso Pena, com demanda anual de 1 milhão de passageiros.
- Está no entroncamento de quatro rodovias federais e ligada, por estradas de rodagem, às principais cidades brasileiras.

- Tem situação privilegiada em relação ao Mercosul - união aduaneira que envolve o Brasil, a Argentina, o Paraguai e o Uruguai, constituindo o quarto maior bloco econômico do mundo.

3.2.21.2 C&D DTVM LTDA

A C&D DTVM trabalha no desenvolvimento e administração de Fundos de Investimento Imobiliário desde o ano de 1996. Com experiência, conquistada ao longo do tempo através da variedade e complexidade dos projetos desenvolvidos, a C&D DTVM criou um sistema de qualidade para administração de F.I.I., que proporcionou a conquista do certificado ISO 9001:2000, a partir de 2001. Com esta conquista, a C&D DTVM se posicionou junto ao mercado como a primeira empresa certificada para administração de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil.

Seguem abaixo, alguns dos projetos desenvolvidos pela C&D DTVM relativos a fundos de Investimento Imobiliário:

- Estruturação do Fundo de Investimento Imobiliário PR-QUALIDADE, prevendo um montante total de emissão de R\$ 8 milhões, tendo como objeto o desenvolvimento de distritos industriais para fornecedores das indústrias automobilísticas na região metropolitana de Curitiba.

- Estruturação e Administração do Fundo de Investimento Imobiliário Novincorp, constituído em 18/11/1996, com emissão no montante de R\$ 10,9 milhões, tendo como objeto a construção de diversos edifícios comerciais no Paraná e em Santa Catarina.

- Estruturação e Administração do Fundo de Investimento Imobiliário C&D - Estação Plaza Show, constituído em 17/12/1996, com patrimônio total atingido de aproximadamente R\$ 50 milhões, tendo como objeto o empreendimento "Estação Plaza Show", um Festival Center localizado numa antiga estação ferroviária de Curitiba, com área construída de 76.000 m².

- Estruturação e Administração do Fundo de Investimento Imobiliário Property, constituído em 18/03/1997, com emissão no montante de R\$ 5,4 milhões, tendo como objeto o investimento em imóveis comerciais e a venda de quotas do Fundo no mercado de varejo, em parceria com o Banco Bamerindus do Brasil.

- Estruturação do Fundo de Investimento Imobiliário *Senior Village*, constituído em 15/05/1998, com patrimônio total de R\$ 13,6 milhões, tendo como objeto o

empreendimento "Águas Mornas Senior Village", um Residencial para a terceira idade localizado numa estação termal próxima a Florianópolis - SC.

- Estruturação e Administração do Fundo de Investimento Imobiliário Nova Morada, constituído em 02/02/2000, com patrimônio total de R\$ 46 milhões, com histórico de 3 emissões, tendo como objeto a aquisição e comercialização de imóveis residenciais e comerciais, tendo como quotistas qualificados entidades fechadas de previdência privada e banco.

Por acreditar no desenvolvimento do instrumento "Fundo de Investimento Imobiliário", a C&D DTVM criou uma estrutura interna, com profissionais altamente qualificados e modernos sistemas de trabalho, além de ter desenvolvido software específico para a Gestão de Fundos Imobiliários.

Atualmente encontra-se sob a administração da C&D DTVM o F.I.I. C&D Estação Plaza Show e o F.I.I. Nova Morada, compostos basicamente de quotistas qualificados como investidores institucionais e pessoas jurídicas, e a experiência de mais de cinco anos na administração de F.I.I. Property, o qual foi o primeiro Fundo estruturado objetivando a desmobilização de agências do Banco HSBC.

3.3 GRAU DE INVESTIMENTO E O FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Investment Grade traduzido para o português significa grau de investimento, que nada mais é do que uma recomendação de investimento. Nesse caso, a recomendação é o país e quem recomenda são as agências de risco.

Segundo o analista Fausto Gouveia da Win, home broker da Alpes Corretora, as agências de risco como Fitch, Standard & Poors e a Moodys, por exemplo, (que funcionam como uma referência no mercado de investimentos) colocam uma classificação para cada país, como se fosse uma nota de grau de investimento. Essas notas são faixas atribuídas aos países que de acordo com relações de dívida, PIB, fatores econômicos e macroeconômicos.

Algumas fundações e investidores estrangeiros só investem em países que possuem o grau de investimento. Para identificar os países com grau de investimento são consultadas as agências de risco, que atribuem os ratings para cada país. O grau de investimento é um patamar importante para o Brasil. De acordo com a classificação ela tem alto risco e grau de investimento.

Em 30 de abril de 2008, a Standard & Poor's Ratings Services elevou o rating de crédito soberano de longo prazo em moeda estrangeira da República Federativa do Brasil de 'BB+' para 'BBB-', grau de investimento, bem como o *rating* de crédito soberano de longo prazo em moeda local de 'BBB' para 'BBB+'. O Brasil é o 14º país soberano a ter sua dívida em moeda estrangeira elevada para o grau de investimento. Tais elevações refletem a maturação das instituições e das políticas públicas do Brasil, como demonstrado pela melhora na situação fiscal e redução da dívida externa do País, além da melhora em sua tendência de crescimento.

Com a classificação de grau de investimento obtida, o recorde de participação desses fundos no País previsto para este ano passou de expectativa para realidade. A participação desses fundos representou 15% dos negócios de fusões e aquisições completados no Brasil em 2007. Em 2006, havia sido de cerca de 10%. Os números foram captados pela empresa de consultoria PWC (PriceWaterhouseCoopers), conforme seu sócio de fusões e aquisições, Alexandre Pierantoni.

A obtenção do grau de investimento num momento em que a economia americana está sob ameaça de recessão aumenta sua importância para o Brasil. "Com a crise externa, o Brasil ganha mais com a notícia", disse o sócio da empresa de consultoria Ernst Young, Carlos Asciutti.

O grau de investimento vai aumentar ainda mais a captação dos *private equity* para investimento no Brasil, avalia Asciutti. "Com o grau de investimentos, os *private equity* poderão captar recursos de fundos de pensão americanos para investir no Brasil", afirma. Os fundos de pensão são impedidos de investir seus recursos em países que não têm essa classificação.

Estima-se que nos últimos dois anos os *private equity* captaram cerca de US\$ 5 bilhões a US\$ 10 bilhões para investir no Brasil. Esse valor poderá aumentar entre 30% e 40%, com o grau de investimentos, projeta Asciutti.

Outros movimentos positivos são esperados com a passagem do Brasil para a condição de investimento seguro. O grau de investimento contribuirá para a vinda de grandes fundos de *private equity* que ainda não atuam no País. Entre eles, por exemplo, os europeus Apax e Montego. O americano KKR já esteve prospectando, mas ainda não está fisicamente no Brasil. Fundos que abriram recentemente escritórios no Brasil, como o Marathon e o Blackstone, poderão apressar

investimentos. O Carlyle, que está aqui há três ou quatro meses, investiu em incorporação (*real estate*) e poderá fazer investimentos no setor de serviços.

Na opinião de Asciutti, deverá haver um movimento de fundos *hedge* internacionais abrindo fundos de *private equity* para investir no Brasil. Atualmente, o volume de investimento de *private equity* em relação ao PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro ainda é um décimo do que é nos Estados Unidos, conta Pierantoni.

A participação desses fundos é considerada positiva para o crescimento da economia e para a melhoria da qualidade das empresas. Os *private equity* fazem investimentos de longo prazo (em geral de sete a dez anos) e sua atuação tem um efeito multiplicador para o valor de mercado da empresa, afirma Asciutti. “Cada dólar investido numa empresa se transforma em cinco a seis dólares.”

Para os consultores o aumento dos investimentos desses fundos não implicará em nova valorização do real, acreditam.

Antes o investment grade duas variantes estavam por trás das expectativas para o crescimento da atuação dos *private equity* no Brasil este ano: a estabilidade da economia e a maior seletividade para a captação de recursos com IPOs. Operações recentes de IPOs não foram bem sucedidas, como as da Le Lis Blanc e Hypermarchas, por exemplo.

“A seletividade faz com que o *private equity* se torne cada vez mais uma alternativa interessante para as empresas captarem recursos”, afirma Pierantoni.

A economia brasileira está num momento de consolidação e expansão com ganhos de produtividade que estimulam o investimento em diversos setores. Para Pierantoni setores como saúde, educação, produtos de consumo de modo geral e shopping center, deverão receber mais investimentos de *private equity* este ano.

Em 2007, os oito principais setores de investimento — shopping center, construção, alimentos, informática, educação, varejo, bancos e mineração — foram responsáveis por 66 das 110 transações realizadas no ano. Estão atuando, no País, este ano mais de 25 fundos de *private equity*, como o GP Investment. Rio Bravo, Patrimônio, AG Angra e Axxon.

Os recursos investidos pelos *private equity* são um “dinheiro inteligente” na opinião do consultor da PWC. “O investimento traz em si uma combinação de recursos financeiros com algo mais que é sua expertise naquele setor, na gestão

daquele tipo de indústria, na adoção das práticas de governança corporativa para a perenização da companhia”, conta.

Mesmo que esses fundos tenham um tempo para a saída do investimento, trabalhar para a perenização da companhia é importante para sua valorização e para aumentar o retorno do investimento para os acionistas.

A participação dos *private equity* se dá de forma direta ou indireta. É direta quando o fundo comprar o controle de uma empresa. É indireta quando uma empresa da carteira do fundo compra outra. Por exemplo quando a BR Mall — que está na carteira de empresas investidas do GP Investment, comprou um shopping center — houve um investimento indireto do GP.

4 CONCLUSÃO

O mercado imobiliário viveu um período de grande crescimento nos últimos dois anos, devido principalmente à capitalização das empresas e à queda das taxas de juros. Neste momento, entretanto, muitos analistas especulam que esse bom momento já está passando, pois não haveria espaço para novas operações de abertura de capital nem demanda para a grande oferta de imóveis.

De fato, a tendência do atual momento é de consolidação das empresas e junção de forças para enfrentar um mercado cada vez mais competitivo. Em outras palavras, haverá muito menos aberturas de capital e mais fusões e aquisições entre as grandes companhias.

Por outro lado, a demanda por imóveis continuará crescendo. Para entender o recente avanço do mercado imobiliário não se pode considerar apenas a situação vigente, mas também analisar a evolução de fatores sociais e econômicos durante as últimas décadas.

Embora o atual crescimento seja considerado notável, a verdade é que as 195.981 habitações financiadas em 2007 representam número muito inferior às 260 mil moradias financiadas por ano, em média, no início dos anos 1980.

Na retomada do crescimento, o primeiro setor a ser atendido foi o da classe média, que se beneficiou com a queda dos juros e passou a arriscar a compra da casa própria. Prevaleceram os lançamentos voltados para essa fatia de mercado, com imóveis de três e quatro dormitórios.

Com o aumento dos prazos de financiamento para até 30 anos e a melhora do poder aquisitivo da população de baixa renda, esta passou a ter acesso à aquisição de moradia, representando enorme contingente de consumidores.

Não é por outro motivo a tendência de mudança de foco das empresas, que pretendem agora ofertar produtos voltados justamente a essa parcela da população, até mesmo criando empresas subsidiárias especializadas nesse segmento. Como as grandes companhias precisam atuar em larga escala, serão cada vez mais comuns empreendimentos de imóveis econômicos de centenas de unidades, mas com elementos diferenciais antes ausentes em construções deste tipo, como áreas de lazer e preocupação ecológica.

Deve-se considerar ainda que o crescimento de outros setores da economia impulsiona o da construção, diretamente ligado à ampliação da infra-estrutura e da capacidade produtiva, inclusive construção de novas fábricas, galpões e centros de distribuição. No que tange aos escritórios comerciais, os principais eixos das grandes cidades estão com pouca vacância e há forte demanda por prédios modernos, que atendam aos padrões internacionais de layout e tecnologia. Com a provável atribuição ao Brasil do chamado grau de investimento, espera-se mais investimentos e maior demanda por imóveis corporativos.

Em tal contexto, os empreendedores devem estar atentos para a escalada do custo de construção, pois alguns materiais e mão-de-obra especializada já estão em falta, elevando o preço dos insumos. Na esteira do crescimento, bons profissionais de todas as áreas ligadas ao setor estão cada vez mais valorizados.

O mercado vive momento de recuperação, após duas décadas em que esteve quase estagnado. Precisa ainda muito produzir para eliminar o déficit habitacional e chegar a seu ponto de equilíbrio. O crescimento a partir de agora poderá ser mais lento, mas certamente será constante, cada vez com maior participação na economia nacional.

Os Fundos de Investimentos Imobiliários tendem a se tornar importante instrumento para interessados em aplicações imobiliárias no Brasil, reunindo investidores institucionais nacionais e estrangeiros e criando um mercado interno de varejo, na medida em que oferecem um diferencial em relação às outras formas de transação imobiliária.

5 BIBLIOGRAFIA

ABECIP Relatório n. 2 Abril de 2008. Disponível em www.abecip.org.br. Acesso em maio de 2008.

ALONSO, Félix Ruiz. **Os fundos de investimentos**. São Paulo : ACREFI, 1970.

ARAGON, G.A. **Financial Management**. Allyn & Bacon Editors, 1989.

ASSAF NETO, A. A Dinâmica das Decisões Financeiras. FIPECAFI – Cadernos de Estudos, v.16, p.9. São Paulo, julho/dezembro 1997.

BELLEZA FILHO, Sérgio. **Fundos de investimento imobiliário**. São Paulo: Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br>> Acesso em 9 maio 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. **Dicionário de Finanças**. Disponível em www.bovespa.com.br/Investidor/DicionarioFinan/dicionario.htm. Acesso em março de 2008.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 205 – Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário, 18 janeiro de 1994**. Acesso em www.cvm.gov.br, disponível em março de 2008.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 206 – Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário, 18 janeiro de 1994**. Acesso em www.cvm.gov.br, disponível em março de 2008.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 209 – Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes, 25 março de 1994**. Acesso em www.cvm.gov.br, disponível em março de 2008.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 391 – Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos**

de Investimentos em Participações, 16 julho de 2003. Acesso em www.cvm.gov.br, disponível em março de 2008.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 389 – Altera a Instrução 205/94, 03 junho de 2003.** Acesso em www.cvm.gov.br, disponível em março de 2008.

BRASIL. **LEI Nº 8.668, DE 25 DE JUNHO DE 1993.** Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em <www.planalto.gov.br/ccivil/leis>. Acesso em fevereiro 2008.

BRASIL. **LEI Nº 9.514, DE 20 DE NOVEMBRO DE 1997.** Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em <www.planalto.gov.br/ccivil/leis>. Acesso em fevereiro 2008.

BRASIL. **LEI Nº 10.931, DE 02 DE AGOSTO DE 2004.** Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera Decreto-Lei no 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em <www.planalto.gov.br/ccivil/leis>. Acesso em fevereiro 2008.

BUSTANI, E. **Parecer jurídico: Patrimônio de Afetação e Regime Especial de Tributação na Construção Civil – Sinduscon – SE.** Tenório e Dornelas Advogados Associados s/c. Salvador, 11 de março de 2005. Disponível em <www.sinduscon-se.com.br>. Acesso em dezembro 2007.

CASTRO, JR F.H.F.; FAMÁ, R. **As Novas Finanças e a Teoria Comportamental no contexto da Tomada de Decisão Sobre Investimentos.** Caderno de Pesquisas em Administração, v.09, nº02. São Paulo, abril/junho 2002.

CLEMENTE, ADEMIR (Org.). **Projetos Empresariais e Públicos.** São Paulo. Atlas. 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cartilha do Investidor**. Disponível em <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>> em maio de 2008.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. **Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em <<http://www.fundoimobiliario.com.br/leis.htm>> Acesso em Maio 2008

GONÇALVES JR, C.;PAMPLONA, E.O.; MONTEVECHI, J.A.B. **Seleção de Carteiras Através do Modelo de Markowitz para Pequenos Investidores**. Disponível em < www.iem.efei.br/ecofin> Acesso em janeiro de 2008.

MARKOWITZ, H.M. **Portfolio Selection**. Journal of Finance, 1952.

RIBEIRO L.L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

RICHARDSON, Roberto. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROCHA LIMA JR, J. **Instrumentos de Investimento em Empreendimentos Habitacionais no Brasil: A Questão Estrutural**. Departamento de Engenharia de Construção Civil. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, v.1, n.1, jul.dez.2004.

SOUZA, Ademir Clemente e Alceu. **Decisões financeiras e análise de investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2006.

TITERCTZ, R. **Caracterização dos Fundos de Investimento de Capital de Risco Brasileiro**. Universidade Federal de Santa Catarina. Tese de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. Florianópolis,2003.

6 ANEXOS

INSTRUÇÃO CVM Nº 205

de 14 de janeiro de 1994.

Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário.

O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários torna público que o Colegiado, em sessão realizada nesta data, tendo em vista o disposto na LEI Nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e com fundamento no artigo 4º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993,

RESOLVEU:

CAPÍTULO I - DAS CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Art. 1º - O Fundo de Investimento Imobiliário, constituído sob a forma de condomínio fechado, cujo resgate de quotas não é permitido, é uma comunhão de recursos, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Parágrafo único - O Fundo poderá ter prazo de duração determinado ou indeterminado e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo de Investimento Imobiliário".

Art. 2º - O Fundo de Investimento Imobiliário destinar-se-á ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento.

§1º - É vedado que o empreendimento imobiliário objeto do Fundo seja explorado comercialmente pelo mesmo, salvo através de locação ou arrendamento.

§2º - Os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelo Fundo deverão ser objeto de prévia avaliação, que deverá observar as condições prevalentes no mercado para negócios realizados à vista, em moeda corrente.

CAPÍTULO II - DA CONSTITUIÇÃO DO FUNDO

Art. 3º - A instituição administradora deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, simultaneamente, a autorização para constituição e funcionamento do Fundo e o registro de distribuição de quotas.

Art. 4º - A constituição e o funcionamento do Fundo de Investimento Imobiliário dependerão do cumprimento dos seguintes requisitos:

I - registro, na CVM, de distribuição de quotas, nos termos do artigo 8º;

II - comprovação perante a CVM da subscrição junto ao público da totalidade das quotas objeto do registro de distribuição, subscrição esta que deverá ser efetivada no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar da data da concessão do registro de distribuição de quotas pela CVM;

III - comprovação do registro, no cartório de Títulos e Documentos, da ata da Assembléia Geral dos subscritores que tiver deliberado a constituição do Fundo;

IV - relação nominal dos subscritores, qualificação e número de quotas subscritas, quando solicitado pela CVM.

Art. 5º - A subscrição das quotas deverá ser efetuada em moeda corrente nacional, com integralização à vista, admitindo-se, desde que atenda os objetivos do Fundo, a integralização em terrenos ou outros imóveis, bem como em direitos reais de uso, gozo, fruição e aquisição sobre bens imóveis.

§1º - A integralização em bens e direitos deverá ser feita com base em laudo de

avaliação elaborado por 3 (três) peritos ou por empresa especializada independente, devidamente fundamentado com a indicação dos critérios de avaliação e elementos de comparação adotados, e aprovado pela instituição administradora do Fundo.

§2º - As importâncias recebidas na integralização de quotas deverão ser depositadas em instituição bancária autorizada a receber depósitos, em nome do Fundo em organização, sendo obrigatória sua imediata aplicação em quotas de fundos de aplicação financeira, em quotas de fundos de renda fixa e/ou em títulos de renda fixa, públicos ou privados.

§3º - Caso não seja cumprida a exigência prevista no Inciso II do artigo 4º, no prazo fixado no pedido de autorização e registro de distribuição na CVM (artigo 8º, Inciso I), os recursos financeiros do Fundo serão imediatamente rateados entre os subscritores, nas proporções das quotas integralizadas, acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do Fundo, conforme parágrafo 2º acima.

Art. 6º - Uma vez constituído e autorizado o funcionamento do Fundo, admitir-se-á que parcela de seu patrimônio que, temporariamente, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários seja investida em quotas de Fundos de Aplicação Financeira, em quotas de Fundos de Renda Fixa, e/ou em Títulos de Renda Fixa de livre escolha do administrador.

Parágrafo único - A parcela de que trata o "caput" deste artigo não poderá ultrapassar o equivalente a 25% (vinte e cinco por cento) do valor total das quotas emitidas pelo Fundo, salvo se expressamente autorizado pela CVM, mediante justificativa do administrador do Fundo.

Art. 7º - Dependerão de prévia autorização da CVM os seguintes atos relativos ao Fundo:

I - alteração do regulamento;

II - emissão de novas quotas;

III - indicação e substituição do diretor responsável pela administração do Fundo.

IV - substituição de instituição administradora;

V - fusão, incorporação, cisão ou liquidação;

VI - distribuição secundária, conforme o disposto na Instrução CVM nº 88, de 03/11/88.

CAPÍTULO III - DO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE QUOTAS

Art. 8º - O pedido de registro de distribuição de quotas na CVM será formulado pela instituição administradora, instruído com os seguintes documentos:

I - deliberação da instituição administradora relativa ao projeto de constituição do Fundo, na qual deverá constar o inteiro teor do seu regulamento e o prazo máximo para completar sua constituição registrada no Cartório de Títulos e Documentos situado na sede da instituição administradora;

II - indicação do diretor da instituição administradora responsável pela administração do Fundo;

III - declaração da Bolsa de Valores, se for o caso, do deferimento ao pedido de admissão à negociação dos valores mobiliários do Fundo, condicionado apenas à obtenção do registro na CVM;

IV - cópia da guia de recolhimento da Taxa de Fiscalização relativa à distribuição pública das quotas;

V - cópia do contrato de distribuição de quotas e, se houver, o de garantia de subscrição, bem como relação dos participantes do consórcio de lançamento e cópia dos subcontratos, se for o caso;

VI - modelo da lista ou boletim de subscrição, conforme Artigo 38, §3º;

VII - modelo do certificado de investimento (Artigo 36, §4º), ou cópia do contrato firmado com instituição prestadora do serviço de quotas escriturais, conforme o caso;

VIII - estudo de viabilidade técnica, comercial, econômica e financeira do empreendimento imobiliário a ser desenvolvido, bem como o orçamento e cronograma da obra, nos casos em que se fizer necessário;

IX - cópia do memorial de incorporação ou do projeto aprovado de loteamento do solo, e indicação do seu número de registro no Cartório de Registro de Imóveis, ou cópia da

Escritura de Compra e Venda ou Promessa de Compra e Venda ou título aquisitivo de direitos reais sobre imóveis entre o empreendedor e a instituição administradora, conforme o caso;

X - minuta do contrato de construção, quando houver, se o empreendedor for pessoa distinta do construtor;

XI - contrato firmado entre o empreendedor e a instituição financeira, se for o caso;

XII - minuta do prospecto, do qual deverão constar:

a) - no mínimo, todas as informações contidas nos documentos referidos nos Incisos I a IX deste artigo;

b) - breve histórico da instituição administradora e informações acerca do empreendimento que constitui objeto do Fundo, bem como do empreendedor e/ou loteador ou incorporador do empreendimento que constituir objeto do Fundo, se for o caso;

c) - parecer técnico do consultor de investimentos, se houver;

d) - o prospecto deverá mencionar, em destaque, o seguinte: "A autorização para funcionamento do Fundo e o registro da emissão não implicam, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, garantia da veracidade das informações prestadas, ou julgamento sobre a qualidade do Fundo, de sua instituição administradora, de sua política de investimentos, do empreendimento que constituir seu objeto, ou, ainda, das quotas a serem distribuídas".

Art. 9º - O registro de emissão das quotas está sujeito ao pagamento da Taxa de Fiscalização do Mercado de Títulos e Valores Mobiliários, instituída pela LEI Nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, à alíquota de 0,30% (trinta centésimos por cento), conforme previsto no artigo 20, §6º da LEI Nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991.

CAPÍTULO IV - DO REGULAMENTO

Art. 10 - O regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário deverá dispor sobre:

I - o objeto do Fundo, definindo, com clareza, a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;

II - a política de investimento a ser adotada pela instituição administradora, que deverá conter, no mínimo:

a) - descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos quotistas;

b) - especificação do grau de liberdade que a instituição administradora se reserva no cumprimento da política de investimento, indicando a natureza das operações que fica autorizada a realizar independentemente de prévia autorização dos quotistas;

c) - os ativos que poderão compor o patrimônio do Fundo, bem como os requisitos de diversificação de investimentos.

III - o prazo de duração do Fundo;

IV - a taxa de ingresso ou critérios para sua fixação, se for o caso;

V - o número de quotas a serem emitidas e sua divisão em séries, se for o caso;

VI - a possibilidade ou não de novas e futuras emissões de quotas, caso em que deverá disciplinar as respectivas hipóteses, os critérios para fixação do preço e o direito de preferência dos quotistas à subscrição de novas emissões;

VII - os critérios para subscrição de quotas por um mesmo investidor;

VIII - a política de comercialização dos empreendimentos;

IX - a política de distribuição de rendimentos e resultados;

X - a qualificação da instituição administradora;

XI - as obrigações e responsabilidades da instituição administradora, em especial quanto àquelas previstas no artigo 14, bem como seus deveres na qualidade de proprietária fiduciária dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do Fundo;

XII - a instituição, devidamente credenciada pela CVM, prestadora de serviço de quotas escriturais, se for o caso;

XIII - a remuneração da instituição administradora e do consultor de investimentos, se

houver;

XIV - as despesas e os encargos do Fundo, observado o disposto no Capítulo X;

XV - os critérios de apuração do valor patrimonial das quotas, que deverão observar também as normas contábeis previstas no Artigo 44, a serem expedidas pela CVM;

XVI - as informações obrigatórias e periódicas a serem prestadas aos quotistas, às bolsas de valores ou à CVM (artigo 14, Incisos VIII a XVI);

XVII - o modo de convocação, a legitimação e a representação, o "quorum" de instalação e deliberações, e a competência da assembléia-geral.

XVIII - o modo e as condições de dissolução e liquidação do Fundo, inclusive no tocante à forma de partilha do patrimônio entre os quotistas e à amortização programada das quotas, se for o caso;

XIX - o percentual máximo que o empreendedor, o incorporador, o construtor ou o loteador do solo poderá subscrever ou adquirir no mercado.

CAPÍTULO V - DA ADMINISTRAÇÃO SEÇÃO I DA COMPETÊNCIA

Art. 11 - A administração do Fundo de Investimento Imobiliário compete, exclusivamente, a banco múltiplo com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de valores mobiliários, sociedade de crédito imobiliário, caixas econômicas e associações de poupança e empréstimo.

Parágrafo único - As instituições referidas no "caput" deste artigo deverão manter departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários, ou contratar tais serviços externamente.

Art. 12 - Compete à instituição administradora a gestão do patrimônio do Fundo, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com seu objeto, e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao Fundo, bem como transigir, desde que observadas as restrições impostas pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, por esta Instrução, pelo regulamento do Fundo, ou por deliberação da assembléia-geral.

Parágrafo único - A administração do Fundo ficará sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor da instituição administradora, especialmente indicado para esse fim.

Art. 13 - A instituição administradora será, nos termos e condições estabelecidos na Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, a proprietária fiduciária dos bens imóveis e dos direitos sobre imóveis adquiridos com os recursos do Fundo.

§1º - A instituição administradora, na qualidade de proprietária fiduciária, administrará e disporá dos bens, na forma e para os fins estabelecidos na legislação e no regulamento do Fundo ou em assembléia-geral.

§2º - As negociações de bens imóveis ou de direitos sobre imóveis para o patrimônio do Fundo serão efetuadas diretamente pela instituição administradora, na qualidade de proprietária fiduciária, em benefício exclusivo do Fundo.

SEÇÃO II - DAS OBRIGAÇÕES

Art. 14 - Constituem obrigações da instituição administradora do Fundo:

I - providenciar a averbação, junto ao Cartório de Registro de Imóveis, das restrições dispostas no Artigo 7º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, fazendo constar nas matrículas dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo que tais ativos imobiliários:

a) - não integram o ativo da administradora;

b) - não respondem direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;

c) - não compõem a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;

d) - não podem ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;

e) - não são passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;

f) - não podem ser objeto de constituição de ônus reais.

II - manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

a) - os registros de quotistas e de transferência de quotas;

b) - os livros de atas e de presença das assembleias-gerais;

c) - a documentação relativa aos imóveis e às operações do Fundo;

d) - os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do Fundo;

e) - o arquivo dos pareceres e relatórios do auditor independente e, quando for o caso, do consultor de investimentos.

III - receber rendimentos ou quaisquer valores devidos ao Fundo;

IV - agir sempre no único e exclusivo benefício dos quotistas, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando todos os atos necessários a assegurá-los, judicial ou extrajudicialmente;

V - administrar os recursos do Fundo de forma judiciosa, sem onerá-lo com despesas ou gastos desnecessários ou acima do razoável;

VI - custear as despesas de propaganda do Fundo;

VII - manter custodiados em instituição prestadora de serviços de custódia, devidamente autorizada pela CVM, os títulos adquiridos com recursos do Fundo;

VIII - fornecer ao investidor, obrigatoriamente, no ato de subscrição de quotas, contra recibo:

a) - exemplar do regulamento do Fundo;

b) - prospecto de lançamento de quotas do Fundo;

c) - documento discriminando as despesas com comissões ou taxas de subscrição, distribuição e outras com que o investidor tenha que arcar;

IX - divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao Fundo ou a suas operações, de modo a garantir aos quotistas e demais investidores acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar quotas do Fundo, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda das quotas do Fundo;

X - zelar para que a violação do disposto no Inciso anterior não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança;

XI - divulgar, mensalmente, o valor do patrimônio do Fundo, o valor patrimonial da quota, e a rentabilidade apurada no período, o que poderá ser feito através das Bolsas de Valores, no caso de quotas que tenham registro à negociação em Bolsa;

XII - manter à disposição dos quotistas, em sua sede, informações, atualizadas mensalmente, relativas a:

a) - valor patrimonial das quotas e dos investimentos do Fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio;

b) - informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados, no caso de Fundo constituído com o objetivo de desenvolver empreendimento imobiliário, até a conclusão e entrega da construção;

c) - relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de quotistas ou desses contra a administração do Fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver;

XIII - remeter aos quotistas, semestralmente, os extratos das contas de depósito a que se refere o artigo 37;

XIV - remeter aos quotistas, anualmente, informações sobre a quantidade de quotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda;

XV - divulgar no(s) jornal(ais) de que trata o artigo 16, no prazo de 60 (sessenta) dias após os meses de junho e dezembro:

a) - o relatório da instituição administradora, observado o disposto no artigo 17;

b) - as demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com a regulamentação expedida pela CVM;

c) - o parecer do auditor independente;

XVI - remeter, na data de sua divulgação, à CVM, sem prejuízo de outros que venham a ser exigidos, os documentos relativos ao Fundo referidos nos Incisos IX, XI, XII e XIV;

XVII - fornecer ao quotista, mediante solicitação, relação nominal contendo nome, endereço e quantidade de quotas possuídas pelos participantes do Fundo, podendo cobrar o custo do serviço.

§1º - As instituições custodiantes dos títulos adquiridos com recursos do Fundo só poderão acatar ordens assinadas pelo diretor responsável pela administração do Fundo ou por procurador legalmente constituído, devidamente credenciado junto a ela.

§2º - Os documentos ou informações referidos nos Incisos XI, XII, XIII e XIV deste artigo deverão ser divulgados no prazo máximo de 15 (quinze) dias, a contar do encerramento do período a que se referem.

Art. 15 - A instituição administradora responde:

I - por quaisquer danos causados ao patrimônio do Fundo, decorrentes de:

a) - atos que configurem má gestão ou gestão temerária;

b) - operação de qualquer natureza concluída entre o Fundo e a instituição administradora, entre o Fundo e o empreendedor, ou entre o Fundo e pessoa detentora de mais de 50% (cinquenta por cento) das quotas do Fundo, quando caracterizada situação de conflito de interesses;

c) - atos que configurem violação da Lei, desta Instrução, do regulamento do Fundo, ou de determinação da assembléia-geral;

II - pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis ou direitos integrantes do patrimônio do Fundo.

§1º - Caracteriza situação de conflito de interesses, dentre outras:

I - a aquisição, a locação ou o arrendamento, pelo Fundo, de imóvel de propriedade da instituição administradora, ou de pessoas a ela ligadas, conforme definido no §2º deste artigo;

II - a alienação, a locação ou o arrendamento de imóvel integrante do patrimônio do Fundo à instituição administradora, ou a pessoas a ela ligadas, conforme definido no §2º deste artigo;

III - a aquisição pelo Fundo de imóvel de propriedade de devedores da instituição administradora, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor.

§2º - Consideram-se pessoas ligadas, para os efeitos do disposto neste artigo:

I - a sociedade sob o controle, direto ou indireto, da instituição administradora, ou dos administradores de instituição responsável pela administração do Fundo;

II - as pessoas físicas ou jurídicas detentoras do controle, direto ou indireto, da instituição administradora;

III - a sociedade cujo controle, direto ou indireto, pertença às mesmas pessoas físicas ou jurídicas detentoras do controle da instituição administradora;

IV - a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, forem os mesmos da instituição administradora, ressalvados os cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno da instituição administradora, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; **V** - parentes até segundo grau das pessoas físicas referidas nos Incisos acima.

§3º - Não configura situação de conflito, para os fins da lei e do regulamento, aquisição, pelo Fundo, de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador, quando da constituição do Fundo.

§4º - Qualquer outra operação entre o Fundo e o empreendedor, diferente da prevista no parágrafo anterior, ficará sujeita à avaliação, sendo possível a contratação em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que o Fundo contrataria com terceiros.

SEÇÃO III DAS INFORMAÇÕES

Art. 16 - A publicação de informações relativas ao Fundo será feita no(s) jornal(ais) escolhido(s) pela instituição administradora para este fim, e previamente comunicado(s) aos quotistas, sendo que qualquer alteração deverá ser precedida de aviso.

Art. 17 - O relatório previsto no Inciso XV, alínea "a", do artigo 14 deverá conter, no mínimo:

I - descrição dos negócios realizados no semestre, especificando, em relação a cada um, os objetivos, os montantes dos investimentos feitos, as receitas auferidas, e origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;

II - programa de investimentos para o semestre seguinte;

III - informações, baseadas em premissas e fundamentos devidamente explicitados, sobre:

a) - a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentrarem as operações do Fundo, relativas ao semestre findo;

b) - as perspectivas da administração para o semestre seguinte;

c) - o valor de mercado dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base em análise técnica especialmente realizada para esse fim, em observância dos critérios de orientação usualmente praticados para avaliação dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo, critérios estes que deverão estar devidamente indicados no relatório;

IV - relação das obrigações contraídas no período;

V - a rentabilidade nos últimos 4 (quatro) semestres calendário;

VI - o valor patrimonial da quota, por ocasião dos balanços, nos últimos 4 (quatro) semestres calendário;

VII - a relação dos encargos debitados ao Fundo em cada um dos 2 (dois) últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Art. 18 - Qualquer texto publicitário para oferta de quotas, anúncio ou promoção do Fundo deverá ser previamente submetido à CVM, e não poderá divergir do conteúdo de seu regulamento, do prospecto a que se refere o artigo 8º, Inciso XII, ou de qualquer informação prestada, a qualquer tempo, à CVM.

Parágrafo único - Caso o texto publicitário seja publicado com incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM poderá exigir que as retificações e os esclarecimentos sejam veiculados, com igual destaque, por meio dos mesmos veículos usados para divulgar o texto publicitário original.

SEÇÃO IV DAS VEDAÇÕES

Art. 19 - É vedada à instituição administradora, no exercício das funções de gestora do patrimônio do Fundo e utilizando os recursos do Fundo:

I - conceder ou contrair empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;

II - prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;

III - aplicar no exterior recursos captados no país;

IV - aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio Fundo;

V - vender à prestação as quotas do Fundo, admitida a divisão da emissão em séries;

VI - prometer rendimentos predeterminado aos quotistas;

VII - realizar operações do Fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o Fundo e a instituição administradora, ou entre o Fundo e o incorporador ou o empreendedor, ressalvado o disposto no §3º do artigo 14;

VIII - onerar sob qualquer forma, os ativos imobiliários ou mobiliários do Fundo;

IX - negociar com duplicata, notas promissórias ou outros títulos não autorizados pela CVM;

X - aplicar em mercados futuros ou de opções.

§1º - À instituição administradora é vedado adquirir, para seu patrimônio, quotas do

Fundo.

§2º - É vedado à instituição administradora e empresas ligadas receber qualquer vantagem ou benefício, direto ou indireto, relacionado às atividades do fundo imobiliário sob sua administração, que não seja transferido para benefício dos quotistas.

SEÇÃO V DA RENÚNCIA, DO DESCREDECIMENTO E DA LIQUIDAÇÃO

Art. 20 - A instituição administradora poderá, mediante aviso prévio de 6 (seis) meses, divulgado no(s) jornal(ais) de que trata o artigo 16, ou por intermédio de carta, telex, telegrama ou, ainda, qualquer outro meio de comunicação escrita, endereçado a cada quotista, renunciar à administração do Fundo, ficando obrigada, no mesmo ato, a comunicar sua intenção à CVM.

Art. 21 - A CVM poderá, a qualquer tempo, descredenciar a instituição administradora que deixar de cumprir as normas legais ou regulamentares vigentes.

§1º - O processo de descredenciamento terá início mediante notificação da Comissão de Valores Mobiliários à instituição administradora, com a indicação dos fatos que o fundamentarem e do prazo para apresentação de defesa, não inferior a 15 (quinze) dias, contados da data de recebimento da respectiva notificação.

§2º - A decisão da Comissão de Valores Mobiliários que descredenciar a instituição administradora deverá ser fundamentada, indicando com precisão os fatos considerados irregulares, cabendo recurso ao Conselho Monetário Nacional, sem efeito suspensivo, no prazo de 15 (quinze) dias, contados da data de recebimento da comunicação expedida pela CVM.

Art. 22 - Nas hipóteses de renúncia, descredenciamento pela CVM ou destituição pela assembleia geral, ficará a instituição obrigada a convocar, imediatamente, a assembleia-geral, para eleger sua substituta ou deliberar a liquidação do Fundo, sendo facultado ao representante dos quotistas, ou quotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das quotas emitidas, em qualquer caso, ou à CVM, nos casos de descredenciamento, a convocação da assembleia-geral, caso a instituição administradora não o faça no prazo de 15 (quinze) dias contados do evento.

§1º - Nos casos previstos no "caput" deste artigo, a instituição administradora deverá permanecer no exercício de suas funções até ser averbada, no Cartório de Registro de Imóveis, nas matrículas referentes aos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, a ata da assembleia-geral que eleger sua substituta e sucessora na propriedade fiduciária desses bens e direitos, devidamente aprovada pela CVM e registrada no Cartório de Títulos e Documentos.

§2º - No caso de liquidação extrajudicial da instituição administradora, caberá ao liquidante designado pelo Banco Central do Brasil, sem prejuízo do disposto no artigo 24, desta Instrução, convocar a assembleia-geral, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contados da data de publicação, do Diário Oficial da União, do ato que decretar a liquidação extrajudicial, a fim de deliberar sobre a eleição de nova instituição administradora e a liquidação ou não do Fundo.

§3º - Se a assembleia-geral não eleger nova instituição administradora no prazo de 30 (trinta) dias úteis, contados da data de publicação, no Diário Oficial da União, do ato que decretar a liquidação extrajudicial da instituição administradora, o Banco Central do Brasil nomeará uma nova instituição para processar a liquidação do Fundo, ficando a instituição liquidada obrigada a arcar com os custos de remuneração da administradora assim nomeada.

§4º - Aplica-se o disposto no §1º deste artigo mesmo quando a assembleia-geral deliberar a liquidação do Fundo em consequência da renúncia, do descredenciamento, da destituição ou da liquidação extrajudicial da instituição administradora, cabendo à assembleia-geral, nestes casos, eleger nova instituição administradora para processar a liquidação do Fundo.

§5º - Caberá ao liquidante praticar todos os atos necessários à gestão regular do patrimônio do Fundo, até ser procedida a averbação referida no §1º deste artigo.

CAPÍTULO VI - DA ASSEMBLÉIA-GERAL

Art. 23 - Compete privativamente à assembléia-geral:

I - examinar, anualmente, as contas relativas ao Fundo, e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pela instituição administradora;

II - alterar o regulamento do Fundo;

III - destituir a instituição administradora;

IV - deliberar sobre:

a) - a substituição da instituição administradora, nos casos de renúncia, descredenciamento, destituição ou decretação de sua liquidação extrajudicial;

b) - a emissão de novas quotas bem como aprovação do laudo de avaliação de bens, utilizados na sua subscrição;

c) - a fusão, incorporação e cisão;

d) - a dissolução e liquidação do Fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento.

V - determinar à instituição administradora a adoção de medidas específicas de política de investimento que não importem em alteração do regulamento do Fundo, ouvido previamente o consultor de investimento, se houver;

VI - eleger e destituir o(s) representante(s) dos quotistas (Artigo 30).

§1º - A assembléia-geral que examinar e deliberar sobre as matérias previstas no Inciso I deste artigo deverá ser realizada, anualmente, até 4 (quatro) meses após o término do exercício social.

§2º - O regulamento do Fundo poderá ser alterado, independentemente de assembléia-geral ou de consulta aos quotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à exigência da Comissão de Valores Mobiliários, em consequência de normas legais ou regulamentares, devendo ser providenciada, no prazo de 30 (trinta) dias, a necessária comunicação aos quotistas, no(s) jornal(ais) destinado(s) à divulgação de informações do Fundo.

Art. 24- Compete à instituição administradora convocar a assembléia-geral.

Parágrafo único - A assembléia-geral poderá também ser convocada diretamente por quotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) das quotas emitidas, e pelo(s) representante(s) dos quotistas, observados os requisitos estabelecidos no regulamento do Fundo.

Art. 25 - As deliberações da assembléia-geral poderão ser tomadas mediante processo de consulta formalizada em carta, telex ou telegrama dirigido pela instituição administradora a cada quotista para resposta no prazo máximo de 30 (trinta) dias.

§1º - Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

§2º - O quorum de deliberação será o de maioria absoluta das quotas emitidas, independentemente da matéria.

Art. 26 - A convocação far-se-á mediante anúncio publicado no(s) jornal(ais) escolhido(s) pela instituição administradora para a divulgação de informações do Fundo, ou por meio de comunicação escrita, enviada por via postal, com aviso de recebimento, a todos os quotistas inscritos no "Registro de Quotistas".

§1º - Da convocação constarão, obrigatoriamente, dia, hora e local em que será realizada a assembléia, bem como a ordem do dia.

§2º - A primeira convocação da assembléia-geral deverá ser feita com antecedência de, no mínimo: I - 8 (oito) dias contados da data de publicação do primeiro anúncio; ou II - 15 (quinze) dias contados da expedição da comunicação.

§3º - Na contagem dos prazos fixados no parágrafo anterior, excluir-se-á o dia da publicação do anúncio ou o da expedição da comunicação.

§4º - Se, por qualquer motivo, a assembléia-geral não se realizar, ou na ausência de quorum necessário à deliberação de matéria incluída na ordem do dia, a segunda convocação deverá ser feita com antecedência de, no mínimo, 05 (cinco) dias úteis.

§5º - Independentemente das formalidades previstas neste artigo, será considerado regular a assembléia-geral a que comparecerem todos os quotistas.

Art. 27 - A assembléia-geral instalar-se-á, em segunda convocação, obedecendo ao disposto no regulamento do Fundo.

§1º - Ressalvado o disposto no §2º deste artigo, e no §2º do artigo 25, as deliberações serão tomadas pelo critério da maioria de quotas dos presentes, correspondendo a cada quota um voto, não se computando os votos em branco.

§2º - Dependem da aprovação de quotistas que representem metade, no mínimo, das quotas emitidas, se maior quorum não for fixado no regulamento do Fundo, as deliberações relativas às matérias previstas nos incisos II e IV, letras "a", "b", "c" e "d" do artigo 23.

Art. 28 - Somente poderão votar na assembléia-geral os quotistas inscritos no "Registro de Quotistas" ou na conta de depósito, conforme o caso, 3 (três) dias úteis antes da data fixada para sua realização.

Art. 29 - Têm qualidade para comparecer à assembléia-geral os representantes legais dos quotistas ou seus procuradores legalmente constituídos há menos de um ano, observado o disposto no regulamento do Fundo.

§1º - Será facultado a qualquer quotista remeter diretamente pedido de procuração ou requerer à instituição administradora que o anexe à convocação feita por carta.

§2º - O pedido de procuração deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

- a)** - conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;
- b)** - facultar ao quotista o exercício de voto contrário, com indicação de outro procurador para o exercício deste voto;
- c)** - dirigido a todos os quotistas.

CAPÍTULO VII - DO REPRESENTANTE DOS QUOTISTAS

Art. 30 - A assembléia-geral dos quotistas poderá, a qualquer momento, nomear um ou mais representantes para exercer as funções de fiscalização e controle gerencial dos empreendimentos ou investimentos do Fundo, em defesa dos direitos e interesses dos quotistas.

Art. 31 - Constituirão atribuições e deveres do(s) representante(s) dos quotistas, além de outras previstas no regulamento do Fundo:

I - fiscalizar o cumprimento do programa financeiro e de investimentos do Fundo;

II - fiscalizar a observância da política de investimento explicitada no regulamento do Fundo.

Art. 32 - Somente poderá exercer as funções de representante de quotistas pessoa física ou jurídica que atenda aos seguintes requisitos:

I - ser quotista;

II - não exercer cargo ou função na instituição administradora ou em sociedade a ela ligada, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza;

III - não exercer cargo ou função na sociedade empreendedora, incorporadora ou construtora do empreendimento imobiliário que constitua objeto do Fundo, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza.

CAPÍTULO VIII - DO CONSULTOR DE INVESTIMENTOS

Art. 33 - A instituição administradora poderá contratar consultor de investimentos.

Parágrafo único - A assembléia-geral poderá deliberar sobre a necessidade de contratar ou não o consultor de investimentos, bem como de se manter ou não o consultor contratado.

Art. 34 - O contrato firmado com o consultor de investimentos deverá especificar, com clareza e precisão, as atribuições que lhe forem conferidas, suas obrigações e responsabilidades.

Parágrafo único - O contrato deverá prever expressamente a possibilidade de rescisão, a qualquer momento, seja por decisão da instituição administradora, seja por determinação da assembléia-geral de quotistas, independentemente de multa, indenização ou qualquer outra espécie de penalidade, desde que respeitado o aviso prévio no prazo que estipular, não superior a 60 (sessenta) dias.

Art. 35 - Os pareceres técnicos preparados pelo consultor de investimentos ficarão à disposição dos quotistas na sede da instituição administradora.

CAPÍTULO IX - DA EMISSÃO, COLOCAÇÃO E NEGOCIAÇÃO DE QUOTAS

Art. 38- As quotas de Fundo de Investimento Imobiliário corresponderão a frações ideais de seu patrimônio.

§1º - As quotas poderão ser representadas, conforme estabelecer o regulamento do Fundo, por Certificados de Investimento ou mantidas em contas de depósito em nome de seus titulares, em instituição autorizada pela CVM.

§2º - Os certificados de investimento somente poderão ser emitidos após a constituição do Fundo e deverão ser entregues aos quotistas no prazo de 60 (sessenta) dias da constituição do mesmo, devendo ser respeitado igual prazo no caso de emissões posteriores, contado a partir do encerramento da subscrição.

§3º - A qualidade de quotista é comprovada pelo registro de quotista ou pelo extrato da conta de depósito, aplicando-se, no que couber, as regras previstas para a transferência de títulos na lei societária.

§4º - O certificado de investimento, quando adotado, deverá conter:

I - a denominação "CERTIFICADO DE INVESTIMENTO";

II - nome do Fundo e número de seu registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;

III - prazo de duração do Fundo;

IV - referência à autorização para constituição do Fundo e ao registro de distribuição das quotas na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 3º);

V - denominação da instituição administradora, local de sua sede e seu número de registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;

VI - nome do quotista;

VII - número de ordem do certificado;

VIII - quantidade e série de quotas que representar;

IX - o débito do cotista e a data da integralização, se for o caso;

X - local e data de emissão do certificado;

XI - assinatura autorizada do diretor da instituição administradora responsável pela administração do Fundo, admitida a chancela mecânica.

Art. 37 - O certificado de investimento ou o extrato de conta de depósito representará número inteiro de quotas pertencentes ao quotista, conforme os registros do Fundo.

Art. 38 - A emissão, subscrição e integralização de quotas serão efetuadas de acordo com os termos, condições e valor estipulados pela instituição administradora e informados no processo de registro de distribuição na CVM.

§1º - A emissão de quotas poderá ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos quotistas.

§2º - No ato de subscrição das quotas, o subscritor assinará a lista ou boletim individual de subscrição, que serão autenticados pela instituição administradora, ou pela instituição autorizada a processar a subscrição e integralização das quotas.

§3º - Da lista ou boletim de subscrição deverão constar:

I - nome e qualificação do subscritor;

II - número e série de quotas subscritas;

III - preço de emissão e valor total integralizado, discriminados por série de quotas subscritas, se for o caso.

§4º - A subscrição poderá ser feita por meio de carta dirigida à instituição administradora, observadas as disposições deste artigo, bem como a devida integralização.

Art. 39 - As quotas do Fundo somente poderão ser objeto de colocação junto ao público e de negociação no mercado de bolsa ou balcão após o registro da distribuição na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 8º), e por intermédio de banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

Art. 40 - As quotas do Fundo serão registradas na CVM, para negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

§1º - As quotas somente poderão ser negociadas, no mercado de bolsas ou de balcão, após a integralização do preço de emissão.

§2º - É permitida a negociação fora de bolsas de valores ou mercado de balcão, das quotas dos Fundos nelas admitidas, nas seguintes hipóteses:

I - quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;

II - quando relativas à negociação privada;

§3º - Aplicam-se às quotas dos Fundos o disposto na DELIBERAÇÃO CVM Nº 20, de 15/02/85, ou seja, a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo, torna pública a negociação.

CAPÍTULO X - DOS ENCARGOS E DESPESAS DO FUNDO

Art. 41 - Constituirão encargos do Fundo a serem debitados pela instituição administradora, as seguintes despesas:

I - remuneração da instituição administradora, e do consultor de investimento, se houver;

II - taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaiam ou vierem a recair sobre os bens, direitos e obrigações que compõem o patrimônio do Fundo;

III - despesas com expediente do interesse do Fundo, inclusive comunicações aos quotistas, e com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas nesta Instrução ou no regulamento do Fundo;

IV - despesas com a distribuição primária de quotas;

V - despesas com admissão de quotas à negociação nas bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado;

VI - honorários e despesas do auditor independente encarregado da auditoria das demonstrações financeiras do Fundo;

VII - comissões, emolumentos e quaisquer outras despesas relativas às operações com ativos imobiliários ou mobiliários efetuadas em nome ou para benefício do Fundo;

VIII - honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do Fundo, judicial ou extrajudicialmente, inclusive o valor de condenação eventualmente imputada ao Fundo;

IX - parcela de prejuízos eventuais não coberta por apólices de seguro, desde que não decorra diretamente de culpa ou dolo da instituição administradora no exercício de suas funções;

X - prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas aos bens ou direitos integrantes do patrimônio do Fundo;

XI - quaisquer despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do Fundo e realização de assembléia-geral;

XII - taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários do Fundo;

XIII - outras despesas necessárias e de interesse exclusivo do Fundo, expressamente

previstas em seu regulamento ou autorizadas pela assembléia-geral, em especial as de manutenção, conservação e reparos de bens integrantes do patrimônio do Fundo.

§1º - Correrão por conta da instituição administradora que renunciar a suas funções, for descredenciada pela CVM, ou entrar em processo de liquidação judicial ou extrajudicial, os emolumentos e demais despesas relativas à transferência, à sua sucessora, da propriedade fiduciária dos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do Fundo.

§2º - Quaisquer despesas não previstas expressamente como encargos do Fundo correrão por conta da instituição administradora.

CAPÍTULO XI - DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Art. 42 - O Fundo de Investimento Imobiliário terá escrituração contábil destacada da relativa à instituição administradora.

Art. 43 - As demonstrações financeiras do Fundo serão elaboradas observando-se a natureza dos empreendimentos imobiliários em que serão investidos os recursos do Fundo.

Art. 44 - As demonstrações financeiras do Fundo obedecerão ainda as normas contábeis específicas a serem expedidas pela CVM.

Art. 45 - As demonstrações financeiras do Fundo serão auditadas semestralmente por auditor independente registrado na CVM.

CAPÍTULO XII - DAS DISPOSIÇÕES FINAIS

Art. 46 - O pedido de registro de distribuição das quotas será considerado automaticamente concedido, se não foi indeferido pela CVM no prazo de 30 (trinta) dias, contado da data de sua apresentação, mediante protocolo, devidamente instruído com os documentos e informações exigidos.

§1º - O prazo previsto no "caput" deste artigo poderá ser suspenso uma única vez, caso a CVM solicite documentos ou informações adicionais necessárias ao pedido de registro ou o condicione a modificações na documentação pertinente.

§2º - Será concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias, contados do recebimento, pela instituição administradora, da correspondência respectiva, para o atendimento das eventuais exigências, sob pena de ser denegado o pedido.

§3º - É assegurado à CVM, para manifestação final, período correspondente a 5 (cinco) dias úteis, caso o restante do prazo previsto no "caput" seja inferior.

§4º - O não cumprimento das exigências implicará no indeferimento do registro, com a devolução de todos os documentos que tiverem instruído o pedido.

Art. 47 - A autorização para constituição será concedida no prazo de 15 (quinze) dias da apresentação dos documentos relacionados no artigo 4º, Incisos II e III.

Parágrafo único - O prazo previsto neste artigo poderá ser suspenso uma única vez, caso a CVM solicite o documento previsto no Inciso IV do artigo 4º, ou qualquer outra informação adicional, sendo aplicados, no que couber, os procedimentos previstos nos parágrafos 2º a 4º do artigo 46.

Art. 48 - O não cumprimento do prazo expresso no inciso XV do artigo 14 sujeitará o administrador ao pagamento de multa cominatória diária no valor de 69,20 UFIR diários, incidente a partir do 1º dia útil subsequente ao término dos referidos prazos.

Art. 49 - Aplicam-se à divulgação e uso de informações sobre fato relevante relativo ao Fundo, no que couber, as disposições constantes da INSTRUÇÃO CVM Nº 31, de 8 de fevereiro de 1984.

Art. 50 - Aplicam-se aos intermediários da distribuição pública, no que couber, as normas estabelecidas na INSTRUÇÃO CVM Nº 13, de 30/08/80.

Art. 51 - Aplica-se à instituição administradora, bem como a seus administradores e gerentes diretamente responsáveis pela administração do Fundo, o disposto no artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 07/12/76, independentemente de outras sanções legais eventualmente cabíveis.

§1º - Constitui infração grave para os efeitos do disposto no §3º, do artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 07/12/76, a divulgação ao mercado ou à Comissão de Valores Mobiliários de informações inverídicas relativas ao Fundo, bem como o descumprimento das seguintes disposições: artigos 4º, 5º, §1º e 3º; 7º; 11; 13, §2º; 14, IV, IX e X; 19; 22; 27, §2º; 38 a 40; 43 a 45.

§2º - Constituem hipóteses de infração de natureza objetiva, em que poderá ser adotado rito sumário de processo administrativo, o descumprimento das seguintes disposições: artigos 14, I, II, VI a XV; 16 e 18.

Art. 52- Esta Instrução entrará em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

THOMAS TOSTA DE SÁ PRESIDENTE

INSTRUÇÃO CVM Nº 206 de 14 de janeiro de 1994.

Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário.

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários torna público que o Colegiado, em sessão realizada nesta data, tendo em vista o disposto na LEI Nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, nos termos dos artigos 4º e 15 da LEI Nº 8.668, de 25 de junho de 1993 e artigo 44 da INSTRUÇÃO CVM Nº 205, de 14 de janeiro de 1994,

RESOLVEU:

Art. 1º - As informações mínimas a serem divulgadas, semestralmente, pelas instituições administradoras dos Fundos de Investimento Imobiliário, compreendem:

1 - Demonstrações Financeiras;

1.1 - Balanço Patrimonial;

1.2 - Demonstração do Resultado;

1.3 - Demonstração do Fluxo de Caixa.

2 - Parecer do Auditor Independente.

3 - Relatório do Representante dos Quotistas, quando eleito.

4 - Relatório da Instituição Administradora.

§1º - As demonstrações financeiras, acompanhadas das notas explicativas, bem como o relatório da administração deverão ser divulgados exclusivamente em moeda de capacidade aquisitiva constante, nos termos da INSTRUÇÃO CVM Nº 191, de 15 de julho de 1992, e obedecerão, ainda, no que couber e no que não conflitar com esta Instrução, as normas e disposições legais aplicáveis às companhias abertas.

§2º - As seguintes notas explicativas serão objeto de divulgação, independentemente daquelas previstas nas normas referidas no parágrafo anterior:

I - informação analítica da posição dos investimentos imobiliários, na data do encerramento do período, detalhando cada empreendimento, com endereço, metragem de área total/construída, estágio em que se encontra, suas características, valor líquido aplicado e valor de mercado, conforme especifica a alínea "c" do inciso III do artigo 17 da INSTRUÇÃO CVM Nº 205, bem como sua movimentação no período;

II - valor de mercado dos demais ativos;

III - informação sobre os gastos com a taxa de administração do Fundo e com Consultor de Investimento, seus percentuais em relação ao patrimônio líquido médio semestral e apropriação contábil efetuada, identificando eventual parcela incorporada ao ativo; e

IV - explicitação do cálculo da distribuição do resultado aos quotistas.

Art. 2º - O Balanço Patrimonial será elaborado de acordo com a seguinte estrutura:

I - Ativo Circulante - incluindo as disponibilidades, aplicações financeiras, aplicações imobiliárias, despesas pagas antecipadamente e outros direitos e valores realizáveis no período de 360 dias;

II - Realizável a Longo Prazo - representando as aplicações financeiras, aplicações imobiliárias e outros direitos e valores realizáveis após 360 dias;

III - Ativo Permanente - compreendendo os investimentos em imóveis para Renda e o Diferido, com a finalidade de registrar as aplicações de recursos que contribuirão, evidenciadamente, para a formação do resultado de um ou mais exercícios sociais e que não puderem ser alocadas diretamente aos demais ativos;

IV - Passivo Circulante - incluindo as obrigações do Fundo, inclusive provisões constituídas de acordo com o regime de competência, com vencimento até 360 dias;

V - Exigível a Longo Prazo - com as mesmas obrigações, cujos vencimentos sejam superiores a 360 dias;

VI - Resultados de Exercícios Futuros - compreendendo os valores recebidos antecipadamente, referentes a receitas de competência de períodos futuros, deduzidos dos respectivos custos e despesas associados à sua obtenção;

VII - Patrimônio Líquido - compreendendo as quotas de investimento integralizadas, eventuais reservas e os lucros ou prejuízos acumulados.

Parágrafo único - Entende-se por aplicações imobiliárias, referidas nos incisos I e II, deste artigo, os imóveis para venda, contas a receber de locação, de alienação de direitos sobre imóveis e outras transações afins.

Art. 3º - No balanço patrimonial, os ativos e passivos serão avaliados segundo os seguintes critérios:

I - Ativo Circulante e Realizável a Longo Prazo - as aplicações financeiras e créditos serão expressos em moeda de capacidade aquisitiva da data do encerramento do período, apropriando-se os rendimentos auferidos até essa data. Deverá ser constituída provisão para perda sempre que o valor de mercado de um ativo for inferior ao valor contábil. No caso de um título não possuir valor de mercado, adotar-se-á o valor equivalente de um título com características de risco, taxa de juros e vencimento similares.

Alternativamente, o valor de mercado estimado pode ser determinado pelo desconto do fluxo de caixa esperado do título, pela taxa de juro vigente no mercado para ativo financeiro com vencimento e risco similares. Os demais itens não-monetários serão mantidos pelo custo atualizado monetariamente;

II - Ativo Permanente - as aplicações em imóveis para renda serão avaliadas pelo custo atualizado monetariamente, retificado pela depreciação acumulada, calculada consistentemente à taxa compatível com a vida economicamente útil do bem, a qual será informada em nota explicativa. Será contabilizada provisão para perda, quando não se puder prever a recuperação do capital aplicado no empreendimento. Os diferidos serão avaliados pelo custo atualizado monetariamente, retificado pela amortização acumulada e provisão para perdas havidas em caráter permanente;

III - Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo - serão avaliados em moeda de capacidade aquisitiva da data de encerramento do período, considerados os encargos devidos e o provisionamento de valores contingentes; e

IV - Resultado de Exercícios Futuros - serão avaliados pelos seus valores presentes das

épocas das transações, atualizados monetariamente; e

V - Patrimônio Líquido - os seus elementos serão objeto de atualização monetária, exceto o resultado anual, que será corrigido monetariamente a partir do ano seguinte.

§1º - As contas a receber por venda de imóveis deverão ser apresentadas pelo seu valor presente, como os demais ativos e passivos monetários.

§2º - Nas transações de venda de imóveis, as receitas correspondentes devem ser reconhecidas tomando-se por base o valor presente da transação à data da transferência da propriedade do bem, oportunidade em que devem ser provisionados os eventuais custos futuros, expressos a valor presente.

§3º - Os custos provisionados estarão sujeitos à atualização monetária pelo Índice da Construção Civil (ICC) - Regional, respeitando-se a localidade de cada obra, ou índice do contrato, para as obras contratadas com preço estipulado, e a uma revisão periódica, a ser feita, no mínimo, a cada trimestre, para os custos orçados.

§4º - Os valores recebidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, referentes à venda de unidades a entregar, serão registrados no Passivo Circulante e/ou Exigível a Longo Prazo, como adiantamentos de clientes.

§5º - A atualização monetária dos itens patrimoniais não-monetários será feita com base na UMC - Unidade Monetária Contábil.

§6º - Os valores referentes à comercialização de pontos de negócios em "shoppings" e similares ("res sperata") deverão ser reconhecidos como receita ao longo dos períodos dos respectivos contratos iniciais de locação, não sendo admitida a sua contabilização como ativo de qualquer natureza antes do período do seu registro em receita.

§7º - Em nota explicativa às demonstrações financeiras, a instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário deverá informar o período médio de apropriação à receita dos valores previstos no parágrafo anterior.

§8º - A locação ou arrendamento de ativos pertencentes ao Fundo, que transfiram substancialmente ao locatário os benefícios e riscos inerentes à propriedade do bem, devem ser contabilizados como venda de ativo quando se enquadrarem em qualquer uma das seguintes hipóteses:

- a)** - ao final do contrato a propriedade é transferida automaticamente ao locatário, ou
- b)** - o contrato prevê uma opção de compra do bem por um valor irrisório, ou
- c)** - o término do contrato é igual ou superior a 75% da vida útil estimada do bem, ou
- d)** - o valor presente dos aluguéis, por ocasião do contrato, é maior do que 80% do valor de mercado do bem.

Art. 4º - Semestralmente, até 60 (sessenta) dias após os meses de dezembro e junho, as instituições administradoras dos Fundos de Investimento Imobiliário encaminharão à CVM as informações mínimas previstas no Artigo 1º desta Instrução.

Parágrafo único - Para efeito de comparabilidade, as demonstrações financeiras referidas no Artigo 1º, de encerramento do primeiro semestre e do exercício anual, serão comparadas com as respectivas demonstrações financeiras dos mesmos períodos do ano anterior.

Art. 5º - Esta Instrução entrará em vigor na data de sua publicação, revogadas as disposições em contrário. THOMÁS TOSTA DE SÁ PRESIDENTE NOTA EXPLICATIVA à Instrução CVM Nº 206 de 14 de Janeiro de 1994 Referente à elaboração e divulgação de informações pelas instituições administradoras dos Fundos de Investimentos Imobiliário, para o mercado de valores mobiliários e encaminhamento à Comissão de Valores Mobiliários - CVM. NOTA EXPLICATIVA à Instrução CVM Nº 206 de 14 de Janeiro de 1994 Referente à elaboração e divulgação de informações pelas instituições administradoras dos Fundos de Investimentos Imobiliário, para o mercado de valores mobiliários e encaminhamento à Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

1. INTRODUÇÃO

Com a promulgação da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, criando os Fundos de Investimentos Imobiliários, houve a necessidade de uma regulação para estabelecer as condições gerais para constituição e funcionamento destas novas 14 de janeiro de 1994.

A presente Instrução está sendo editada para detalhar as normas relacionadas à contabilização e preparo das informações a serem fornecidas ao mercado pelas instituições administradoras destes fundos. O princípio seguido pela CVM na elaboração desta Instrução foi o de estabelecer regras gerais de contabilização e procurar definir as informações mínimas a serem fornecidas pelas instituições administradoras dos Fundos, estimulando uma ampla evidenciação e dando liberdade para que cada entidade estabeleça sua planificação contábil, de modo a atender as suas necessidades de divulgação externa, assim como as demandas gerenciais, flexibilizando o processo. Esta Instrução define, dentro dessa linha, as demonstrações mínimas a serem divulgadas, inclusive notas explicativas, a estrutura básica do ativo e do passivo, os critérios de avaliação dos elementos patrimoniais e os prazos para encaminhamento das informações para a CVM e mercado.

2. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E INFORMAÇÕES

As demonstrações a serem divulgadas: o balanço patrimonial, a demonstração do resultado e a demonstração do fluxo de caixa, evidenciando os fluxos operacional, de investimento e financiamento, visam permitir uma visão mais clara da movimentação de recursos do Fundo de Investimento Imobiliário ao longo de um período. Além destas demonstrações, a instituição administradora do Fundo pode divulgar a demonstração do novo valor adicionado e outras que julgar convenientes. Dentre as informações a serem apresentadas em notas explicativas, há uma que se refere ao valor de mercado dos bens e direitos existentes no ativo de cada Fundo. A instituição administradora do Fundo deve, neste particular, processar esta informação sob o rigor de uma avaliação técnica fundamentada, especialmente quando se referir a imóveis, a qual pode ser feita por entidade ou pessoas externas ou pela própria instituição administradora. É importante lembrar que toda informação deve ser clara, concisa e não-enganosa e que os administradores são responsáveis pela sua qualidade. As informações a respeito dos encargos administrativos do Fundo devem considerar o seu total, relacionando com o patrimônio líquido médio semestral, em moeda de capacidade aquisitiva constante. Os encargos administrativos do Fundo devem ser apropriados para despesa sempre que estiverem relacionados à atividade operacional da entidade e não se puder justificar a sua ativação (capitalização). São passíveis de capitalização os gastos específicos relacionado diretamente à formação de ativos e as despesas gerais na fase pré-operacional, conforme comentado no item 3.

De acordo com o regulamento elaborado pela instituição administradora e aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários, será feita a proposta de distribuição de resultado aos quotistas, a qual será apresentada em conjunto com as demonstrações financeiras, com a adequada explicitação. As demonstrações financeiras serão divulgadas exclusivamente em moeda de capacidade aquisitiva constante. Todas as transações serão registradas normalmente com base na moeda corrente nacional, conforme os documentos e conceitos que orientam a escrituração contábil, respeitando os princípios fundamentais de contabilidade serão submetidos a um processamento adicional, para conversão dos valores em moeda de capacidade aquisitiva constante e elaboração de relatórios finais. Nesta linha, é recomendável que na escrituração mercantil já sejam adotados os conceitos de ajuste a valor presente e atualização monetária, conforme estabelece Instrução objeto desta Nota Explicativa e a Instrução CVM nº 191, de 15 de julho de 1992, visando simplificar o processo. Nos casos de vendas pós-fixadas, sujeitas a acréscimos baseados apenas em índices inflacionários, sem juros explicitados, serão também submetidas ao ajuste a valor presente, para desconto das parcelas referentes aos juros reais, às taxas de mercado adequadas aos prazos e demais condições das transações. Relativamente à atualização monetária, a Instrução CVM nº 191/92 prevê, no seu artigo 3º, a possibilidade de adoção de três alternativas de periodicidade de variação do índice inflacionário, para fins de reconhecer o seu efeito no patrimônio:

- a)** variação diária do valor da UMC;
- b)** variação média mensal do valor da UMC; e
- c)** critério misto das alternativas anteriores, sem prejuízo da qualidade da informação e com os ajustes requeridos para que sejam adequadamente refletidas as receitas e

despesas representativas das operações realizadas. Com o atual nível inflacionário, a variação diária da UMC é o critério mais recomendado, porém, considerando-se as dificuldades operacionais, o critério misto, com os ajustes requeridos, é o mais praticado e também produz bons resultados, pois ele é, essencialmente, o critério diário feito de uma maneira simplificada. Considerando-se a movimentação financeira e a natureza das aplicações dos Fundos de Investimentos Imobiliário, recomenda-se, na atual conjuntura, apenas a adoção das alternativas "a" ou "c" anteriormente apresentadas, visando evitar distorções na avaliação patrimonial. Assim, todas as atualizações monetárias de itens monetários e não monetários respeitam as variações diárias dos índices de inflação.

3. ESTRUTURA PATRIMONIAL E CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO

Esta instrução define apenas os grandes grupos patrimoniais e os critérios de avaliação dos seus elementos, dando liberdade à instituição administradora para definir sua planificação contábil e sistema de contabilidade, a fim de atender as exigências estabelecidas e necessidades gerenciais. Os valores referentes à comercialização de pontos de negócios em "shoppings" e similares ("res sperata") foram definidos como rendimentos do investimento, em complemento ao aluguel do período inicial, em função de um prazo normal de maturação do empreendimento como um todo e do empreendimento específico do locatário. Esta é uma regra geral e não está sujeita à exceção. O prazo médio de apropriação destes valores ao resultado deverá ser informado em nota explicativa às demonstrações financeiras. A data da venda do imóvel foi definido como o momento da sua transferência de propriedade. O custo do imóvel vendido, incluindo eventual parcela a ser paga, deve ser registrada também na mesma oportunidade para permitir o confronto da receita com a despesa correspondente. O passivo assim constituído será reajustado pelo Índice de Construção Civil (ICC) - Regional que corresponder à localidade onde a obra está sendo executada, a menos que haja um contrato para sua execução com preço certo, caso em que prevalecerá o reajuste do contrato. Todo o custo provisionado deverá corresponder a uma estimativa do valor presente que esteja o mais próximo possível do efetivo desembolso futuro. As variações monetárias das provisões serão apropriadas como despesas de variações monetárias, para serem cotejadas com os ajustes monetários sobre os passivos correspondentes, no sistema de contabilidade em moeda de poder aquisitivo constante. As diferenças de provisão, depois de contabilizadas as variações monetárias serão apropriadas como custo dos imóveis vendidos, nos períodos que se verificarem. Serão considerados como custos das obras todos os gastos incorridos com a sua execução, inclusive eventuais juros reais de créditos concedidos por terceiros (fornecedores de materiais, serviços e terrenos), neste conceito incluída a despesa financeira comercial real. Havendo gastos administrativos identificáveis diretamente com uma obra específica, serão também incorporados ao seu custo. Despesas administrativas gerais (contabilidade, auditoria, planejamento, orçamento, tesouraria, jurídica, "marketing", administração de pessoal, materiais de consumo e serviços gerais, etc.) somente serão passíveis de deferimento na fase pré-operacional. No caso de recebimento por conta de venda de imóvel para entrega futura, o registro deve ser feito no passivo, como adiantamento de cliente.

4. INFORMAÇÕES SEMESTRAIS

A demonstração do resultado, a do fluxo de caixa e outra que venham a ser elaboradas, como a demonstração do valor adicionado, a serem apresentadas semestralmente, devem refletir, no primeiro semestre, o movimento desse período e, no segundo, o movimento do exercício anual completo, inclusive os valores comparativos, dispensando-se a evidenciação dos valores relativos ao segundo semestre.

5. ANEXO

No conjunto anexo são apresentados os modelos orientativos de demonstrações financeiras a serem elaboradas pelas instituições administradoras dos Fundos de Investimento Imobiliário, sem implicar uma padronização rígida, de forma que as administradoras possam atuar com liberdade no sentido de otimizar a evidenciação das informações.

THOMÁS TOSTA DE SÁ

Presidente da CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Fundo de Investimento Imobiliário Lei 8.668 de 25 de Junho de 1993

Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. O Presidente da República. Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte lei:

Art. 1º - Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1.976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.

Art. 2º - O Fundo será constituído sob forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.

Art. 3º - As quotas dos Fundos de Investimento Imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, admitida a emissão sob forma escritural.

Art. 4º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários autorizar disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimentos Imobiliários, observadas as disposições desta Lei e as normas aplicáveis aos Fundos de Investimento.

Art. 5º - Os Fundos de Investimento Imobiliário serão geridos por instituição administradora autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, que deverá ser, exclusivamente, banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas.

Art. 6º - O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário.

Art. 7º - Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições:

I - não integrem o ativo da administradora;

II - não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição

administradora;

III - não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;

IV - não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;

V - não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;

VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis.

§ 1º - No título aquisitivo, a instituição administradora fará constar as restrições enumeradas nos incisos I a VI e destacará que o bem adquirido constitui patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

§ 2º - No registro de imóveis serão averbadas as restrições e o destaque referido ao parágrafo anterior.

§ 3º - A instituição administradora fica dispensada da apresentação da certidão negativa de débitos, expedida pelo Instituto Nacional da Seguridade Social e da Certidão Negativa de Tributos e Contribuições, administrada pela Secretaria da Receita Federal, quando alienar imóveis integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

Art. 8º - O fiduciário administrará os bens adquiridos em fidúcia e deles disporá na forma e para os fins estabelecidos no regulamento do Fundo ou assembléia de quotistas, respondendo em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do Fundo ou determinação da assembléia de quotistas.

Art. 9º - A alienação dos imóveis pertencentes ao patrimônio do Fundo será efetivada diretamente pela instituição administradora, constituindo o instrumento de alienação documento hábil para cancelamento, perante o Cartório de Registro de Imóveis, das averbações pertinentes às restrições e destaque de que tratam os §1º e 2º do Art. 7º.

Parágrafo único. Os recursos resultantes da alienação constituirão patrimônio do Fundo.

Art. 10º - Cada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo:

I - qualificação da instituição administradora;

II - política de investimento que estabeleça, com precisão e clareza, as definições quanto aos ativos que comporão o patrimônio do Fundo para atender seus objetivos;

III - taxa de ingresso ou critério para sua fixação;

IV - remuneração da administradora;

V - divulgação de informações aos quotistas, nos prazos fixados pela Comissão de Valores Mobiliários;

VI - despesas e encargos do Fundo;

VII - competência e quorum de deliberação da Assembléia Geral de Quotistas;

VIII - critérios para subscrição de quotas por um mesmo investidor;

IX - prazo de duração do Fundo e as condições de resgate para efeito de liquidação do mesmo;

X - outras especificações, visando à fiscalização do mercado e à clareza de informações, na forma de regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 11º - Nas hipóteses de renúncia da instituição administradora, seu descredenciamento pela Comissão de Valores Mobiliários, destituição pela assembléia de quotistas ou sua sujeição ao regime de liquidação judicial ou extrajudicial, a ata da assembléia de quotistas que eleger nova instituição administradora para substituí-la, devidamente aprovada e registrada na Comissão de Valores Mobiliários, constitui documento hábil para a averbação no Registro de Imóveis, da sucessão da propriedade fiduciária dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo.

§ 1º - No caso de liquidação extrajudicial da instituição administradora, o liquidante designado pelo Banco Central do Brasil convocará assembléia de quotistas, no prazo de cinco dias úteis, contado da publicação no Diário Oficial do ato que decretar a liquidação, para deliberar sobre a eleição de nova administradora e a liquidação ou não do Fundo.

§ 2º - Caberá ao liquidante praticar todos os atos necessários à gestão regular do Fundo até ser procedida a averbação referida no caput deste artigo.

§ 3º - Se a assembléia de quotistas não eleger nova instituição administradora no prazo de trinta dias úteis contados da publicação no Diário Oficial do ato que decretar a liquidação extrajudicial, o Banco Central do Brasil nomeará uma instituição para processar a liquidação do Fundo.

§ 4º - A sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante de patrimônio de Fundo de Investimento Imobiliário não constitui transferência de propriedade.

Art. 12º - É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário;

I - conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;

II - prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;

III - aplicar no exterior recursos captados no País;

IV - aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio Fundo;

V - vender à prestação as quotas do Fundo, admitida a divisão da emissão em séries;

VI - prometer rendimento predeterminado aos quotistas;

VII - realizar operações no Fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o Fundo e a instituição administradora, ou entre o Fundo e o empreendedor.

Art. 13º - O titular das quotas do Fundo de Investimento Imobiliário:

I - não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do Fundo;

II - não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do Fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas. **Parágrafo único.** O quotista que não integralizar as quotas subscritas, nas condições estabelecidas no regulamento do Fundo ou no boletim de subscrição, ficará de pleno direito constituído em mora, podendo a administradora, a sua escolha, promover contra o quotista processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição como título extrajudicial, nos termos do Código de Processo Civil, ou vender as quotas a terceiros, mesmo após iniciada a cobrança judicial.

Art. 14º - À instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário compete:

I - representá-lo ativa e passivamente, judicial e extra-judicialmente;

II - responder pessoalmente pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis pelo Fundo.

Art. 15º - As demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário serão publicadas pelas administradoras, na forma que vier a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 16º - Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário ficam isentos do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, assim como do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza.

Art. 17º - Os rendimentos e ganhos de capital distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, sob qualquer forma e qualquer que seja o beneficiário, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de 25%.

Parágrafo único. Os rendimentos e ganhos de capital distribuídos a investidores residentes ou domiciliados no exterior sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, nos termos da legislação aplicável a essa classe de contribuintes.

Art. 18º - O rendimento auferido por pessoas físicas ou pessoas jurídicas não tributadas com base no lucro real, inclusive isentas, decorrente da alienação de quotas ou da

liquidação de Fundo de Investimento Imobiliário, sujeita-se à incidência do imposto sobre a renda, à mesma alíquota prevista para a tributação de rendimentos obtidos na alienação ou resgate de quotas de Fundos Mútuos de Ações.

§ 1º - A base de cálculo do imposto é constituída pela diferença positiva entre o valor de cessão das quotas ou de liquidação de investimento e o custo médio de aquisição da quota, atualizado de acordo com a variação do valor da UFIR diária da data de aquisição das quotas até a conversão das quotas em cruzeiros.

§ 2º - O rendimento auferido por investidores residentes ou domiciliados no exterior sujeita-se a incidência de imposto sobre a renda, nos termos da legislação aplicável a essa classe de contribuintes.

§ 3º - É vedada a compensação do prejuízo havido em uma operação de cessão de quotas ou de liquidação do investimento com lucro obtido em outra, da mesma ou de diferente espécie.

Art. 19º - O imposto de que tratam os arts. 17º e 18º, caput, é devido exclusivamente na fonte.

Art. 20º - Aplica-se à instituição administradora, aos seus administradores e gerentes diretamente responsáveis pela administração do Fundo, bem como aos demais infratores das normas desta Lei, o disposto no art. 11º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, independentemente de outras sanções legais eventualmente cabíveis.

Art. 21º - Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 22º - Revogam-se as disposições em contrário.

Brasília, 25 de junho de 1993, 172º da Independência e 105º da República.

Itamar Franco

Lei n.º 9.779, de 19 de janeiro de 1999

Dou de 20/01/99, pág. 1/3

*Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos **Fundos de Investimento Imobiliário** e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, ao Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte - SIMPLES, à incidência sobre rendimentos de beneficiários no exterior, bem assim a legislação do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI, relativamente ao aproveitamento de créditos e à equiparação de atacadista a estabelecimento industrial, do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários - IOF, relativamente às operações de mútuo, e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, relativamente às despesas financeiras, e dá outras providências.*

Faço saber que o Presidente da República adotou a Medida Provisória nº 1.788, de 1998, que o Congresso Nacional aprovou, e eu, Antônio Carlos Magalhães, Presidente, para os efeitos do disposto no parágrafo único do art. 62 da Constituição Federal, promulgo a seguinte Lei:

Art. 1º - Os arts. 10 e 16 a 19 da Lei n.º 8.668, de 25 de junho de 1993, a seguir enumerados, passam a vigorar com a seguinte redação:

Art. 10.

XI - critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital.

Parágrafo único. O Fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano."(NR)"

Art. 16-A. Os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, em aplicações financeiras de renda fixa ou de renda variável, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, observadas as mesmas normas aplicáveis às pessoas jurídicas submetidas a esta forma de tributação. Parágrafo único. O imposto de que trata este artigo poderá ser compensado com o retido na fonte, pelo Fundo de Investimento Imobiliário, quando da distribuição de rendimentos e ganhos de capital."(NR)"

Art. 17. Os rendimentos e ganhos de capital auferidos, apurados segundo o regime de caixa, quando distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de vinte por cento. Parágrafo único. O imposto de que trata este artigo deverá ser recolhido até o último dia útil do mês subsequente ao do encerramento do período de apuração."(NR)"

Art. 18. Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação ou no resgate de quotas dos fundos de investimento imobiliário, por qualquer beneficiário, inclusive por pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de vinte por cento:"(NR)

I - na fonte, no caso de resgate;

II - às mesmas normas aplicáveis aos ganhos de capital ou ganhos líquidos auferidos em operações de renda variável, nos demais casos." (NR)"

Art. 19. O imposto de que tratam os arts. 17 e 18 será considerado:

I - antecipação do devido na declaração, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado;

II - tributação exclusiva, nos demais casos."(NR)

Art. 2º - Sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas, o Fundo de Investimento Imobiliário de que trata a Lei n.º 8.668, de 1993, que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das quotas do Fundo.

Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, considera-se pessoa ligada ao quotista:

I - pessoa física:

a) os seus parentes até o segundo grau;

b) a empresa sob seu controle ou de qualquer de seus parentes até o segundo grau;

II - pessoa jurídica, a pessoa que seja sua controladora, controlada ou coligada, conforme definido nos §§ 1º e 2º do art. 243 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Art. 3º - Os lucros acumulados até 31 de dezembro de 1998 pelos Fundos de Investimento Imobiliário constituídos antes da publicação desta Lei, que forem distribuídos até 31 de janeiro de 1999, sujeitar-se-ão à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte por cento.

Parágrafo único. Os lucros a que se refere este artigo, distribuídos após 31 de janeiro de 1999, sujeitar-se-ão à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte e cinco por cento.

Art. 4º - Ressalvada a responsabilidade da fonte pagadora pela retenção do imposto sobre os rendimentos de que trata o art. 16-A da Lei n.º 8.668, de 1993, com a redação dada por esta Lei, fica a instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário responsável pelo cumprimento das demais obrigações tributárias, inclusive acessórias, do Fundo.

Art. 5º - Os rendimentos auferidos em qualquer aplicação ou operação financeira de renda fixa ou de renda variável sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, mesmo no caso das operações de cobertura (hedge), realizadas por meio de operações de swap e outras, nos mercados de derivativos.

Parágrafo único. A retenção na fonte de que trata este artigo não se aplica no caso de beneficiário referido no inciso I do art. 77 da Lei n.º 8.981, de 20 de janeiro de 1995, com redação dada pela Lei n.º 9.065, de 20 de junho de 1995.

Art. 6º O art. 9º da Lei n.º 9.317, de 5 de dezembro de 1996, passa a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 9º

I - na condição de empresa de pequeno porte, que tenha auferido, no ano-calendário imediatamente anterior, receita bruta superior a R\$ 1.200.000,00 (um milhão e duzentos mil reais);.....

§ 1º Na hipótese de início de atividade no ano-calendário imediatamente anterior ao da opção, os valores a que se referem os incisos I e II serão, respectivamente, de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) e R\$ 100.000,00 (cem mil reais) multiplicados pelo número de meses de funcionamento naquele período, desconsideradas as frações de meses.

....."(NR)

Art. 7º Os rendimentos do trabalho, com ou sem vínculo empregatício, e os da prestação de serviços, pagos, creditados, entregues, empregados ou remetidos a residentes ou domiciliados no exterior, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte e cinco por cento.

Art. 8º - Ressalvadas as hipóteses a que se referem os incisos V, VIII, IX, X e XI do art. 1º da Lei n.º 9.481, de 13 de agosto de 1997, os rendimentos decorrentes de qualquer operação, em que o beneficiário seja residente ou domiciliado em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a vinte por cento, a que se refere o art. 24 da Lei n.º 9.430, de 27 de dezembro de 1996, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte e cinco por cento.

Art. 9º - Os juros e comissões correspondentes à parcela dos créditos de que trata o inciso XI do art. 1º da Lei n.º 9.481, de 1997, não aplicada no financiamento de exportações, sujeita-se à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte e cinco por cento.

Parágrafo único. O imposto a que se refere este artigo será recolhido até o terceiro dia útil da semana subsequente à de apuração e dos referidos juros e comissões.

Art. 10 - O § 2º do art. 23 da Lei n.º 9.532, de 10 de dezembro de 1997, passa a vigorar com a seguinte redação: "§ 2º O imposto a que se referem os §§ 1º e 5º deverá ser pago:

I - pelo inventariante, até a data prevista para entrega da declaração final de espólio, nas transmissões mortis causa, observado o disposto no art. 7º, § 4º da Lei n.º 9.250, de 26 de dezembro de 1995;

II - pelo doador, até o último dia útil do mês-calendário subsequente ao da doação, no caso de doação em adiantamento da data legítima;

III - pelo ex-cônjuge a quem for atribuído o bem ou direito, até o último dia útil do mês subsequente à data da sentença homologatória do formal de partilha, no caso de dissolução da sociedade conjugal ou da unidade familiar."(NR)

Art. 11. O saldo credor do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI, acumulado em cada trimestre-calendário, decorrente de aquisição de matéria-prima, produto intermediário e material de embalagem, aplicados na industrialização, inclusive de produto isento ou tributado à alíquota zero, que o contribuinte não puder compensar com o IPI devido na saída de outros produtos, poderá ser utilizado de conformidade com o disposto nos arts. 73 e 74 da Lei n.º 9.430, de 1996, observadas normas expedidas pela Secretaria da Receita Federal - SRF, do Ministério da Fazenda.

Art. 12 - Equiparam-se a estabelecimento industrial os estabelecimentos atacadistas dos produtos da Posição 8703 da Tabela de Incidência do IPI - TIPI.

Parágrafo único. A equiparação a que se refere o caput aplica-se, inclusive, ao estabelecimento fabricante dos produtos da Posição 8703 da TIPI, em relação aos produtos da mesma posição, produzidos por outro fabricante, ainda que domiciliado no exterior, que revender.

Art. 13. As operações de crédito correspondentes a mútuo de recursos financeiros entre pessoas jurídicas ou entre pessoa jurídica e pessoa física sujeitam-se à incidência do IOF segundo as mesmas normas aplicáveis às operações de financiamento e empréstimos praticadas pelas instituições financeiras.

§ 1º Considera-se ocorrido o fato gerador do IOF, na hipótese deste artigo, na data da concessão do crédito.

§ 2º Responsável pela cobrança e recolhimento do IOF de que trata este artigo é a pessoa jurídica que conceder o crédito.

§ 3º O imposto cobrado na hipótese deste artigo deverá ser recolhido até o terceiro dia útil da semana subsequente à da ocorrência do fato gerador.

Art. 14 - As despesas financeiras relativas a empréstimos ou financiamentos e os juros remuneratórios do capital próprio a que se refere o art. 9º da Lei n.º 9.249, de 26 de dezembro de 1995, não são dedutíveis para efeito da determinação da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido. (revogado pelo art. 13 da Medida Provisória n.º 1.807, de 28 de janeiro de 1999)

Art. 15 - Serão efetuados, de forma centralizada, pelo estabelecimento matriz da pessoa jurídica:

- I** - o recolhimento do imposto de renda retido na fonte sobre quaisquer rendimentos;
- II** - a apuração do crédito presumido do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI de que trata a Lei n.º 9.363, de 13 de dezembro de 1996;
- III** - a apuração e o pagamento das contribuições para o Programa de Integração Social e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS;
- IV** - a apresentação das declarações de débitos e créditos de tributos e contribuições federais e as declarações de informações, observadas normas estabelecidas pela Secretaria da Receita Federal.

Art. 16 - Compete à Secretaria da Receita Federal dispor sobre as obrigações acessórias relativas aos impostos e contribuições por ela administrados, estabelecendo, inclusive, forma, prazo e condições para o seu cumprimento e o respectivo responsável.

Art. 17. Fica concedido ao contribuinte ou responsável exonerado do pagamento de tributo ou contribuição por decisão judicial proferida, em qualquer grau de jurisdição, com fundamento em inconstitucionalidade de lei, que houver sido declarada constitucional pelo Supremo Tribunal Federal, em ação direta de constitucionalidade ou inconstitucionalidade, o prazo até o último dia útil do mês de janeiro de 1999 para o pagamento, isento de multa e juros de mora, da exação alcançada pela decisão declaratória, cujo fato gerador tenha ocorrido posteriormente à data de publicação do pertinente acórdão do Supremo Tribunal Federal.

Art. 18. O importador, antes de aplicada a pena de perdimento da mercadoria na hipótese a que se refere o inciso II do art. 23 do Decreto-Lei n.º 1.455, de 7 de abril de 1976, poderá iniciar o respectivo despacho aduaneiro, mediante o cumprimento das formalidades exigidas e o pagamento dos tributos incidentes na importação, acrescidos dos juros e da multa de que trata o art. 61 da Lei n.º 9.430, de 1996, e das despesas decorrentes da permanência da mercadoria em recinto alfandegado.

Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, considera-se ocorrido o fato gerador, e devidos os tributos incidentes na importação, na data do vencimento do prazo de permanência da mercadoria no recinto alfandegado.

Art. 19 - A pena de perdimento, aplicada na hipótese a que se refere o caput do art. 18, poderá ser convertida, a requerimento do importador, antes de ocorrida a destinação, em multa equivalente ao valor aduaneiro da mercadoria.

Parágrafo único. A entrega da mercadoria ao importador, em conformidade com o disposto neste artigo, fica condicionada à comprovação do pagamento da multa e ao atendimento das normas de controle administrativo.

Art. 20 - A SRF expedirá os atos necessários à aplicação do disposto nos arts. 18 e 19.

Art. 21 - Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 22. Ficam revogados:

- I** - a partir da publicação desta Lei, o art. 19 da Lei nº 9.532, de 1997;
- II** - a partir de 1º de janeiro de 1999:
 - a)** o art. 13 da Lei n.º 8.218, de 29 de agosto de 1991, com redação dada pela Lei n.º

8.383, de 30 de dezembro de 1991;
b) o art. 42 da Lei n.º 9.532, de 1997.

Congresso Nacional, em 19 de janeiro de 1999; 178º da Independência e 111º da República.

Senador **ANTÔNIO CARLOS MAGALHÃES**
Presidente

Altera a Instrução CVM nº 205

de 14 de janeiro de 1994.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado em reunião realizada nesta data, tendo em vista o disposto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e com fundamento no art. 4º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

Art. 1º - O art. 27 da Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, passa a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 27

§3º Quando o regulamento do Fundo contiver previsão indicando o mercado em que as cotas serão negociadas, a Assembléia Geral poderá deliberar, por maioria simples, a sua alteração, em primeira convocação, para o fim específico de permitir a negociação em mercado diverso."

Art. 2º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

LUIZ LEONARDO CANTIDIANO

Presidente